

Aneta Korczyńska-Rechul

EFEKT ZARAŻANIA JAKO MECHANIZM ROZPRZESTRZENIANIA SIĘ KRYZYSÓW WALUTOWYCH

1. Wstęp

Znane porównanie kryzysów walutowych do wybuchu wulkanu jest doskonałą ilustracją ich nieprzewidywalności, siły i skali problemów, jakie im towarzyszą. Pod tym względem kryzysy lat dziewięćdziesiątych nie były inne. Jednak nigdy wcześniej w kontekście kryzysów walutowych nie mówiło się np. o grypie (azjatyckiej) czy wirusie (rosyjskim). Z powodów, które nie zawsze są znane w danym momencie, pewne wydarzenia finansowe, tj. dewaluacja waluty czy ogłoszenie zawieszenia spłaty zadłużenia, wywołują natychmiastową i gwałtowną negatywną reakcję łańcuchową obejmującą inne kraje regionu, a w pewnych wypadkach również poza regionem. Ekonomiczne skutki takiego szoku mogą przejawiać się: spadkiem kursów akcji, wzrostem kosztów pożyczek, ograniczeniem dostępności kapitału międzynarodowego, spadkiem kursu waluty krajowej oraz ograniczeniem produkcji.

Zjawisko to było szczególnie widoczne w czasie kryzysu azjatyckiego, kiedy upłynnienie bahta tajlandzkiego w lipcu 1997 r. wywołało zaburzenia na rynkach środkowowschodniej Azji – w ciągu miesiąca wystąpiły kryzysy walutowe w Malezji i Indonezji, a po kilku miesiącach w Korei Płd. Waluty najbardziej dotkniętych krajów – Indonezji, Korei Płd., Malezji i Filipin – uległy deprecjacji przeciętnie o ok. 75% do października 1997 r. Podobnie było w wypadku zawieszenia przez Rosję w sierpniu 1998 r. wykupu papierów wartościowych. Ofiarami tego wydarzenia były nie tylko dawne republiki radzieckie, ale również Hongkong, Brazylia (gdzie wytworzyła się duża niepewność co do zdolności do rolowania zadłużenia sektora publicznego), Meksyk i wiele innych rynków wschodzących, a nawet bardziej ryzykowne segmenty rynków rozwiniętych¹. Choć pojawiały się

¹ G. Kaminsky, C.M. Reinhart, C.A. Vegh, *The Unholy Trinity of Financial Contagion*, NBER WP 10061, 2003, s. 1.

epizody wysokiej zmienności międzynarodowych rynków finansowych pojawiały się przed kryzysem azjatyckim, tj. efekt tequili (który dotknął głównie kraje Ameryki Łacińskiej po dewaluacji meksykańskiej w październiku 1994 r.), to dopiero kryzys azjatycki i jego reperkusje stały się bodźcem do szerszych badań z zakresu identyfikacji i analizy powodów zarażania finansowego². Sprowokowało to jednak przede wszystkim ponowne rozpatrzenie przyczyn kryzysów walutowych.

2. Teorie kryzysów walutowych

Przyjmuje się, że występują dwie główne odmiany kryzysów walutowych. We wczesnej literaturze opisywano kryzys walutowy jako nieunikniony wynik niespójnej polityki gospodarczej albo nierównowagi strukturalnej³. Zgodnie z tym podejściem, utrzymanie stałego kursu walutowego, będącego składnikiem szerszego pakietu polityki, możliwe jest jedynie wówczas, gdy nie istnieje konflikt między celami fiskalnymi i monetarnymi oraz nie zagrożona jest zdolność kraju do pokrycia deficytu bieżącego przez pozyskiwanie w przyszłości wystarczających dochodów z eksportu⁴. W przeciwnym razie, wraz ze spadającymi rezerwami walutowymi, maleją szanse władz monetarnych na obronę kursu w wypadku ataku spekulacyjnego. Kiedy osiągną one pewien krytyczny poziom, atak spekulacyjny jest nieunikniony, a jego wynik z góry przesądzony: władze będą musiały się ugiąć ze względu na niewystarczającą ilość rezerw walutowych.

Warto podkreślić, że zgodnie z tą interpretacją, możliwość utrzymania stałego kursu walutowego określona jest przez egzogeniczne fundamenty, nie związane z zachowaniem uczestników rynku. Oznacza to, że swoje oczekiwania opierają na założeniu, że ich działania nie będą wpływać np. na nierównowagę fiskalną czy krajową politykę kredytową. Widząc pewne niekorzystne tendencje, np. duży i rosnący deficyt budżetowy, któremu towarzyszy duży i rosnący deficyt

² Por. G.L. Kaminsky, C.M. Reinhart, *On Crises Contagion, and Confusion*, „Journal of International Economics” 2000, vol. 51 (June), s. 145-168; S. Claessens, R. Dornbusch, Ch.Y. Park, *Contagion: Understanding How it Spreads and How it Can Be Stopped*, World Bank Research Observer, May 18, 2000, s. 177-197.

³ Tzw. modele I generacji wywodzą się z publikacji: P. Krugman, *A Model of Balance-of-Payment Crises*, „Journal of Money, Credit and Banking” 1979, vol. 11, s. 311-325 oraz R. Flood, P. Garber, *Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples*, „Journal of International Economics”, no. 17, s. 1-13.

⁴ P. Pesenti, C. Tille, *The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction*, „Economic Policy Review” 2000, vol. 6(3), Federal Reserve Bank of New York (September), s. 5. Autorzy ci wymieniają 3 następujące źródła zakłóceń: krajowa inflacja zwiększająca ceny dóbr i usług przy kursie stałym, prowadząca do spowolnienia eksportu; aprecjacja kursu wobec istotnych partnerów handlowych, np. kiedy USD aprecjonował wobec jena, dwa lata przed kryzysem azjatyckim, spadła konkurencyjność krajów, które usztywniły kurs swoich walut do USD, a których Japonia była ważnym partnerem handlowym; wykorzystanie pożyczonych funduszy na finansowanie inwestycji w sektory dóbr *nontraded*, np. nieruchomości.

bieżący, mogą jedynie czekać, aż rezerwy walutowe uniemożliwią obronę kursu walutowego.

Inaczej sprawa wygląda w wypadku modeli II generacji, które koncentrują się na oddziaływaniu oczekiwań rynkowych na rozstrzygnięcia w skali makro. Modele te wprowadzają kategorię mnogiej równowagi, rozumianej jako alternatywne połączenia wysokości kursu walutowego i towarzyszącej mu polityki gospodarczej, zapewniające równowagę bilansu płatniczego, rozumianą jako długookresowa stabilność poziomu rezerw walutowych⁵. Ogólnym powodem występowania wielu nierównowag jest fakt, że rynki działają w oparciu na oczekiwaniach wystąpienia określonych sytuacji. W wypadku gdy uczestnicy rynku przewidują trwałość reżimu stałego kursu walutowego w danym kraju, czemu sprzyjają zarówno postawa władz, jak i solidne podstawy gospodarki makro, mówimy o „dobrej” równowadze. Pozytywne oczekiwania rynku negują możliwość ataku spekulacyjnego. Jednocześnie istnieje „zła” równowaga, a raczej wiele złej równowagi (odpowiednio do skali możliwej deprecjacji), kiedy potencjalny atak zakończyłby się sukcesem. Cechują się one dewaluacją, spadkiem cen aktywów, odpływem kapitału czy zawieszeniem spłaty długu. Stąd np. jeżeli w ocenie inwestorów zagranicznych rośnie prawdopodobieństwo dewaluacji, żądać będą wysokiej premii za ryzyko kursowe, aby zabezpieczyć się na wypadek spadku wartości swoich roszczeń. To natomiast może się jednak wiązać z ograniczeniem dostępu podmiotów krajowych do źródeł finansowania i spowolnieniem wzrostu gospodarczego. Jeżeli władze uznałyby to za zbyt duży koszt utrzymania kursu walutowego, mogą zdecydować się na dewaluację (lub upłynnienie), urzeczywistniając w ten sposób oczekiwania inwestorów⁶. Siłą sprawczą kryzysu może być zatem wiara, że może on wystąpić. Może mieć charakter kryzysu samospełniającego⁷.

Kryzys walutowy nie musi być zatem wynikiem niespójnej polityki przed atakiem spekulacyjnym: dana waluta może zostać bowiem zaatakowana nawet gdy ta polityka nie kłóci się z utrzymaniem stałego kursu. Atak spekulacyjny może zostać wywołany nagłą i nieprzewidzianą zmianą oczekiwań rynkowych co do możliwości przetrwania stałego kursu. W wypadku ataku, koszty utrzymania usztywnienia mogą być tak wysokie, że władze mogą z niego zrezygnować. Dewaluacja potwierdza oczekiwania rynku.

Nie oznacza to jednak, że kryzys walutowy nie ma związku z fundamentami gospodarczymi. Oczekiwania rynkowe nie są kształtowane w próżni i dlatego

⁵ W. Malecki, R. Piasecki, A. Sławiński, U. Żuławska, *Kryzysy walutowe*, PWN, Warszawa 2001.

⁶ Analogicznie sytuacja wygląda w wypadku „dobrej równowagi”: inwestorzy nie przewidują dewaluacji, nie żądają więc wysokiej premii za ryzyko, koszty pożyczek pozostają niskie, a władza nie ma powodu zrezygnować z kolka.

⁷ Podstawowe zagadnienia samospełniających się kryzysów omówiono w publikacjach: M. Obstfeld, *Rational and Self-fulfilling Balance-of Payments Crises*, „American Economics Review” 1986, vol. 76 (March), s. 72-91; tenże: *The Logic of Currency Crises*, „Cahiers Economiques et Monétaires” 1994, vol. 43 (November).

nie każdy kraj o stałym kursie walutowym ma skłonności, by stać się ofiarą samospelniającego się ataku. Na wiarygodność zobowiązania rządu do utrzymania reżimu wpływ ma nie tylko wielkość rezerw walutowych, jakie mogą zostać wykorzystane do obrony kursu, ale również postrzegana przez uczestników rynku skłonność władz do poświęcenia innych celów, a to z kolei zależy od stanu gospodarki. Trudno np. utrzymać wysokie stopy procentowe przez dłuższy okres, jeżeli występuje wysokie bezrobocie (Europa 1992), zadłużenie walutowe państwa (Meksyk 1994), nie zabezpieczone prywatne zadłużenie walutowe (Azja 1997) itp. Dlatego też zanim zmiana oczekiwań doprowadzi do kryzysu, gospodarka musi zazwyczaj wykazywać pewne słabości, które powstrzymają władze przed prowadzeniem pełnej obrony swojej waluty ze względu na zbyt wysokie koszty wzrostu stopy procentowej. Zarówno kryzys ESM w latach 1992-1993, jak i kryzys meksykański w latach 1994-1995 oraz azjatycki (z wyjątkiem Tajlandii) wykazywały cechy odpowiadające założeniom ataków samospelniających się⁸.

Wcześniejsze epizody, np. kryzys zadłużeniowy lat osiemdziesiątych, kiedy kraje Ameryki Łacińskiej, obciążone wysokim zadłużeniem, jak kostki domina wpadały w przepaść kolejnych dewaluacji, kryzysów bankowych oraz głębokich i przedłużających się recesji, mogły obejmować elementy ataków spekulacyjnych. Jednak, być może dlatego że obwiniano za nie słabą politykę krajową (w większości wypadków nierównowagi makro były wyraźnie widoczne) oraz wysokie stopy procentowe w USA, nie dostrzegano raczej możliwości, że kryzysy finansowe mogą być zaraźliwe. W oczywisty sposób powodowało to skupienie się na interpretacjach opartych na modelach I generacji.

Dopiero w wyniku kryzysu meksykańskiego, a zwłaszcza azjatyckiego, w kręgu zainteresowania znalazły się również słabości sektora finansowego⁹ i globalizacja rynków finansowych jako przyczyny rosnącej wrażliwości na nagłe odpiły kapitału.

Zachowanie „rynków”, a przede wszystkim światowych rynków finansowych, uznaje się za główne źródło zaskoczenia i niepewności¹⁰. Jeżeli dany kraj jest mocno zintegrowany z globalnymi rynkami finansowymi czy też rynki finansowe poszczególnych krajów są mocno zintegrowane, to wówczas te rynki finansowe stanowią mechanizm umożliwiający przenoszenie zmian ceny aktywów i innych zmiennych ekonomicznych. Kraje, które nie są finansowo zintegrowane – z powodu kontroli kapitału czy braku dostępu do międzynarodowego finansowania – z definicji są odporne na zarażanie (do połowy lat osiemdziesiątych większość krajów narzucała kontrolę kapitałową). W skrajnym

⁸ Ch. Wyplosz, *Speculative Attacks and Capital Mobility*, Fourth Dubrovnik Conference on June 24-26, Dubrovnik, Croatia, June 1998.

⁹ Słabości strukturalne znalazły się w centrum zainteresowania tzw. eklektycznych modeli kryzysów walutowych.

¹⁰ Z. Bauman, *Globalizacja*, Państwowy Instytut Wydawniczy, Warszawa 2000, s. 83.

przypadku, jeżeli gospodarka jest autarkiczna, kryzys krajowy bez względu na jego głębokość nie będzie natychmiast odczuwalny poza jego granicami. Im wyższy stopień integracji rynków finansowych, tym bardziej rozległe mogą być efekty przenoszenia szoku na inne kraje¹¹. Kryzysy stały się poważniejsze, mniej przewidywalne i mogą pojawiać się falami, co zwróciło uwagę na zjawiska *spillover* i zarażania.

3. Zakres pojęcia „zarażanie”

Jednym z bardziej ciekawych aspektów debaty jest brak zgody co do jednolitej definicji zakresu pojęcia „zarażanie”. Mimo wciąż trwających badań, termin ten jest różnie stosowany i przypisuje się mu różne znaczenia. Najczęściej określa się nim zjawiska przenoszenia zakłóceń rynkowych – głównie spadkowych – z jednego kraju na inne, przejawiających się przez powiązanie (między krajami), o wyjątkowo dużym, w stosunku do okresów stabilnych, nasileniu zmiany kursów walutowych, cen akcji, rozpiętości stóp procentowych i przepływu kapitału. Jak podkreślają Kaminsky, Reinhart, Vegh¹², mowa tu o sytuacji, kiedy występują wyraźne natychmiastowe efekty w innych krajach, czyli gdy skutki są szybkie i gwałtowne. Jest to przeciwieństwo sytuacji, kiedy reakcja rynków jest stłumiona czy też efekty ujawniają się w sposób stopniowy i przewlekły, mimo iż ostatecznie, kumulując się, mogą mieć poważne konsekwencje gospodarcze.

Brak powszechnie przyjętej definicji pojęcia „zarażanie” jest pochodną problemów z określeniem mechanizmów tzw. kanałów zarażania, przez które szok może być transmitowany ponad granicami. Ogólnie wymienia się trzy takie mechanizmy, jednak nie wszystkie obejmowane są definicją zarażania.

Niekiedy istnieją uzasadnione przyczyny ekonomicznej infekcji. Oczywiście jest, że pomiędzy gospodarkami istnieją różne powiązania handlowe i finansowe, które umożliwiają w spokojnych okresach przenoszenie pewnych tendencji zmian cen aktywów, kursów walutowych itp. między krajami. Wystąpienie podobnych tendencji na kilku rynkach w czasie zaburzeń finansowych może być zatem konsekwencją tych powiązań. Najczęściej nie nazywa się tego jednak zarażaniem, ale np. *międzynarodowym monsunem*¹³. Terminem tym obejmuje się

¹¹ G. Kaminsky, C.M. Reinhart, C.A. Vegh, *The Unholy Trinity...*, s. 2. Autorzy zauważają, że nawet w razie wystąpienia kryzysów w relatywnie dużych krajach *emerging markets* i stosunkowo dobrze zintegrowanych z resztą świata, nie zawsze pojawiał się efekt zarażania. Wśród wydarzeń, po których oczekiwać można było, że będą tak „zaraźliwe”, jak kryzysy rosyjski i tajlandzki, wymieniają: dewaluację, a następnie upłynnienie brazylijskiego reala na początku 1999 r., zawieszenie spłaty zadłużenia i porzucenie przez Argentynę *Convertibility Plan* w październiku 2001 r. oraz dewaluację tureckiego lira w kwietniu 2001 r.

¹² Tamże, s. 3.

¹³ Termin wprowadzony przez P. Massona; patrz: P. Masson, *Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps between Multiple Equilibria*, IMF WP/98/142, 1998, International Monetary Fund, s. 3.

przenoszenie szoku globalnego, wiążanego z istotnymi zmianami gospodarczymi w krajach rozwiniętych, który wywołują kryzysy na rynkach wschodzących. Stąd np. zmiany stóp procentowych w USA były łączone ze zmianami w przepływach kapitału do Ameryki Łacińskiej; wzmocnienie USD, do którego kraje południowo-wschodniej Azji stabilizowały swoje waluty, wobec jena uznano za ważny czynnik osłabienia eksportu tych krajów w latach 1995-1996 i ich późniejszych kłopotów.

Drugi rodzaj tzw. *spillovers* czasami nazywane są również „zarażaniem opartym na fundamentach” (w przeciwieństwie do tzw. czystego zarażania). Podobnie jak *monsuny* wynikają z normalnych wzajemnych powiązań handlowych i finansowych, jakie występują między rynkami wschodzącymi. Należy je zatem identyfikować z rozprzestrzenianiem się szoku lokalnego.

Początkowo, kiedy zaczęto się interesować problematyką przenoszenia kryzysów między krajami, większą uwagę przyciągały powiązania handlowe¹⁴ – być może z powodu dłuższej historii w okresie powojennym czy też większej dostępności danych. Stały się podstawą dwóch kanałów przenoszenia szoku:

- opartego na bezpośrednich relacjach handlowych,
- dewaluacji konkurencyjnej.

W obu wypadkach inicjatorem zarażania jest kryzys finansowy, który wywołał znaczną deprecjację waluty, odpowiednio albo w kraju będącym ważnym partnerem handlowym, albo konkurentem na rynkach trzecich. Dewaluacja sprawia, że towary wytwarzane w tym kraju stają się relatywnie tańsze na rynku partnera handlowego i na rynkach światowych. Zmiana ta negatywnie wpływa na konkurencyjność innych krajów, zwłaszcza przy stałych reżimach kursowych. Następująca po tym redukcja wpływów z eksportu może ograniczyć możliwości podtrzymania deficytu bieżącego, a to z kolei może wystawić taki kraj na ataki spekulacyjne. Rządy takich krajów mogą jednak podjąć próbę ochrony konkurencyjności własnej gospodarki przez dewaluację swojej waluty (jak wspomniano, obrona kursu walutowego może być czasami zbyt kosztowna)¹⁵. Oczekuje się, że przyniosłoby to korzyści w postaci ograniczenia importu, wzrostu eksportu i poprawy obrotów bieżących, a w efekcie wzrost produkcji. Jeżeli inwestorzy uznają prawdopodobieństwo takiej decyzji za wysokie, będą ograniczać zaangażowanie w takich krajach, wywołując spadek cen aktywów i znaczny odpływ kapitału. Atak spekulacyjny może być tylko kwestią czasu. Kryzys walutowy może być zatem samospełnia-

¹⁴ Znaczącą rolę przenoszenia kryzysów poprzez powiązania handlowe podkreślono w publikacjach: B. Eichengreen, A. Rose, Ch. Wyplosz, *Contagious Currency Crises*, NBER WP No 5681, 1996 oraz R. Glick, A. Rose, *Contagion and Trade: Why Are Currency Crises Regional*, „Journal of International Money and Finance” 1999, vol. 18, s. 603-617.

¹⁵ Koncepcja dobrowolnej dewaluacji wzbudza jednak wątpliwości wobec faktu, że banki centralne często stają w obronie kursu i są w stanie ponieść przy tym znaczne straty rezerw walutowych, aby tylko uniknąć dewaluacji, G. Kaminsky, C.M. Reinhart, C.A. Vegh, *The Unholy Trinity...*, s. 6.

jącym się zjawiskiem, które występuje, pomimo iż początkowo dewaluacja nie była intencją rządu.

Stąd np. pewne bezpośrednie powiązania handlowe istniały między dotkniętymi kryzysem gospodarkami azjatyckimi: Tajlandia stanowi rynek dla produktów Malezji i odwrotnie. Dodatkową siłą napędową mogła tworzyć cechująca gospodarki azjatyckie tendencja do sprzedawania podobnych produktów krajom trzecim – gdy Tajlandia zdewałowała swoją walutę, to eksportowana przez nią na rynki zachodnie odzież taniała, podcinając marże zysku indonezyjskich producentów podobnych produktów. Nie dotyczyło to jednak wszystkich innych krajów dotkniętych kryzysem. Rola Tajlandii zwłaszcza jako rynku zbytu albo konkurenta Korei Płd. była niewiele większa od błędu statystycznego¹⁶. Wpływ kryzysu meksykańskiego na Argentynę i Brazylię również nie daje się wytłumaczyć wymianą dwustronną czy konkurencją na rynkach trzecich. W okresie dewaluacji w Meksyku w 1994 r. jedynie ok. 2% całkowitego eksportu Argentyny i Brazylii szło do Meksyku. Nastąpił również wpływ kryzysu rosyjskiego na Brazylię – jedynie 0,2% eksportu Brazylii szło do Rosji, a w kilka tygodni po ogłoszeniu przez Rosję zawieszenia spłaty długu rozstrzał stóp procentowych w Brazylii podwoił się, a ceny akcji spadły o ponad 20%¹⁷.

W efekcie zwrócono uwagę na tzw. czyste zarażanie, rozumiane jako wynik decyzji inwestorów i innych podmiotów, których nie można wiązać z jakimikolwiek obiektywnymi zmianami w fundamentach, wystąpieniem globalnego czy regionalnego szoku, czy też istnieniem typowych powiązań gospodarczych między krajami. Ich powodem mogą być zmiany nastrojów rynkowych albo ponowna ocena pewnych informacji, a efektem – zjawiska, tj. panika finansowa, zachowania stadne, utrata zaufania, wzrost awersji do ryzyka. Dlatego też często się mówi, że jest to zarażanie wywoływane zjawiskiem „irracjonalności”, mimo iż z punktu widzenia jednostki zachowania te mogą być racjonalne, np. potrzeba odbudowania płynności po stratach poniesionych w kraju dotkniętym przez kryzys jest racjonalnym powodem wycofywania się z innych. Oprócz wspomnianych problemów z płynnością, w literaturze podkreśla się jeszcze rolę bodźców, problemy z asymetrią informacji i zmiany reguł na rynku finansowym.

4. Problemy płynności

Zgodnie z tym podejściem, wycofywanie się inwestorów z kilku rynków jednocześnie może być uzasadnione potrzebą odbudowania płynności w wyniku kryzysu w jednym kraju, wyrównania początkowych strat czy zrównoważenia całkowitego ryzyka portfela aktywów (np. deprecjacja waluty i spadek cen na giełdzie w Tajlandii były przyczyną poważnych strat międzynarodowych inwestorów instytu-

¹⁶ P. Krugman, *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*, PWN, Warszawa 2001, s. 116.

¹⁷ G. Kaminsky, C.M. Reinhart, C.A. Vegh, *The Unholy Trinity...*, s. 8.

cjonalnych). Szczególnie narażone na tego rodzaju problemy są fundusze inwestycyjne i banki komercyjne¹⁸, zwłaszcza gdy towarzyszą im roszczenia klientów.

Kaminsky i Reinhart¹⁹ skupiają się na roli banków komercyjnych w rozprzestrzenianiu początkowego szoku i wywoływaniu nagłego powstrzymania napływu kapitału w formie pożyczek bankowych. Kryzys w danym kraju ogranicza zdolność pożyczkobiorców do spłaty pożyczek wobec zewnętrznych banków, co zwiększa udział pożyczek nieściągalnych. Potrzeba wyrównania początkowych strat w wyniku kryzysu w jednym kraju i zrównoważenia całkowitego ryzyka portfeli aktywów banków może doprowadzić do zmian na innych rynkach. W latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych międzynarodowe banki odegrały istotną rolę w rozprzestrzenianiu pewnych kryzysów. Znane są przykłady Japonii i USA, które charakteryzują się znacznym zaangażowaniem regionalnym – odpowiednio w Azji Wschodniej i Ameryce Łacińskiej. Jeżeli banki z takiego kraju – kredytodawcy – doświadczają w wyniku kryzysu pogorszenia jakości swoich wierzytelności w pewnym kraju, aby ograniczyć całkowite ryzyko swojego portfela pożyczek, mogą starać się zredukować swoje zaangażowanie w innych ryzykownych projektach inwestycyjnych, zwłaszcza na innych rynkach wschodzących. Oznacza to jednocześnie, że kraje, które pożyczają od tych samych kredytodawców, są bardziej narażone na zarażenie. Dotyczyć to może zwłaszcza krajów sąsiadujących, ponieważ mają one tendencję nie tylko do intensywnej współpracy handlowej, ale i do pozyskiwania środków finansowych z tych samych centrów finansowych.

Coraz częściej podkreśla się rolę funduszy inwestycyjnych, które po doznaniu strat w jednym kraju, wyprzedają aktywa innych krajów²⁰, aby zwiększyć środki na sfinansowanie możliwych roszczeń swoich klientów – inwestorów. Ich znaczenia w propagowaniu kryzysów walutowych dowodzi choćby fakt, że w następstwie nagłych i gwałtownych kryzysów w latach dziewięćdziesiątych spadły nie tylko przepływy kredytów, ale również zaangażowanie funduszy inwestycyjnych w rynki akcji i obligacji, a najbardziej ucierpiały na tym kraje, w których fundusze te były najbardziej zaangażowane.

5. Asymetria informacji

Kolejny kanał jest pochodną globalnej dywersyfikacji portfeli finansowych (przez zakup papierów denominowanych w różnych walutach) w warunkach asy-

¹⁸ Tamże, s. 13. Autorzy tej publikacji obecność wspólnych kredytodawców uznali za jeden z trzech warunków wystąpienia efektu zarażania; dwa pozostałe to: nagły odwrót w przepływach kapitału (po okresie wzmożonego napływu) i zaskoczenie pierwotnym kryzysem, uniemożliwiające stopniowe dostosowanie portfeli.

¹⁹ G.L. Kaminsky, C.M. Reinhart, *On Crises...*, s. 145-168, s. 154.

²⁰ Zwłaszcza gdy aktywa te stanowią znaczną część ich portfela i/lub ich dochodowość jest silnie skorelowana z dochodowością aktywów kraju dotkniętego wcześniej przez kryzys.

metrii informacji. Brak pełnej informacji powoduje, że kraje o podobnych charakterystykach postrzegane są przez inwestorów jako w dużym stopniu homogeniczne i dlatego, kiedy jeden z nich popada w kłopoty, informacja o tym działa na niekorzyść wszystkich innych znajdujących się w podobnej sytuacji. Nowa informacja związana z jednym z nich może być zatem rozszerzona na całą grupę. Na przykład gdy ma on duży deficyt bieżący i stosunkowo sztywny kurs walutowy, to kraje o zbliżonych wskaźnikach będą narażone na podobne naciski. A stąd tylko krok do samospelniających się kryzysów.

Nie należy jednak tego rodzaju zachowań łączyć natychmiast z nieracjonalnością. Jeżeli kryzys odzwierciedla i ujawnia słabe fundamenty, z których inwestorzy nie zdawali sobie sprawy, obawy, że podobne kraje mogą również stanąć przed podobnymi problemami, mogą być uzasadnione, np. po dewaluacji bahta tajlandzkiego dostrzeżono wszechobecne słabości sektorów bankowych krajów Azji Wschodniej. W literaturze nazywane jest to efektem przebudzenia (*wake-up call effect*).

Globalna dywersyfikacja portfeli finansowych wymaga pozyskiwania i przetwarzania informacji o różnych krajach, na co większość inwestorów nie może sobie pozwolić. Często jest to powodem ograniczenia zainteresowania inwestorów do pewnej grupy krajów, prowadząc do wyłonienia się specjalistów. Może to wywoływać zjawiska zachowań stadnych wśród inwestorów, które polegają na tym, że za optymalną strategię inwestycyjną uznaje się naśladowanie inwestora, uznawanego za najlepiej poinformowanego co do perspektyw danej gospodarki. Ważne jest to, że pozostali uczestnicy rynku obserwują nie motywę postępowania takiego specjalisty, ale podejmowane przez niego działania i dlatego mogą mieć trudności w identyfikacji przyczyn zmian popytu na określone aktywa. Na przykład wyprzedaż aktywów danego kraju może być wynikiem pozyskania nowych niepokojących informacji na temat danego kraju, ale również zwykłą potrzebą pozyskania większej płynności. W wyniku asymetrii informacji aktywa mogą być sprzedane po niskiej cenie, co, jak zauważa Calvo²¹, odpowiada znanemu z rynku samochodów użytkowych „problemom cytryny” (*lemon's problem*). Możliwą w tej sytuacji strategią jest pozostawienie w portfelu aktywów, których ceny już spadły, a sprzedawanie innych. Może się to jednak przyczynić do spadku cen tych innych aktywów, przez co początkowe zakłócenie rozprzestrzenia się ponad granicami. Jeżeli zatem wystąpią zachowania stadne, to w tym drugim wypadku może nastąpić odpływ kapitału z danego kraju, mimo iż fundamenty nie dają żadnych ku temu podstaw²².

²¹ S. Calvo, C. Reinhart, *Capital Flow to Latin America: Is There Evidence of Contagion Effects?*, [w:] G. Calvo, M. Goldstein, E. Hochreiter, *Private Capital Flows to Emerging Markets*, Institute for International Economics, Washington 1996.

²² L.F. Hernandez, R.O. Valdes, *What Drives Contagion: Trade, Neighborhood, or Financial Links?*, IMF WP/01/29, International Monetary Fund, s. 6.

6. System bodźców

Ponieważ wiele transakcji finansowych dokonywanych jest przez agentów, a nie bezpośrednio przez właścicieli kapitału, istotną rolę w wywoływaniu zmienności mogą również odgrywać zagadnienia bodźców. Dowodzi się np., że w środowisku coraz bardziej zróżnicowanych inwestorów o wiele trudniej wypracować dobrą reputację. Stojąc wobec wysokich kosztów wyrobienia sobie reputacji, inwestorzy wolą oprzeć się w swoich decyzjach na działaniach innych. Szczególnie wrażliwi na utrzymanie dobrej reputacji są zarządzający funduszami, oceniani są oni nie bowiem na podstawie ich całkowitych osiągnięć, ale na zyskowności ich portfeli wobec danego portfela rynkowego. Dlatego też ryzyko zachowań kaskadowych (stadnych) jest szczególnie obecne wśród inwestorów instytucjonalnych. Obawy przed utratą reputacji w wyniku podjęcia błędnej decyzji mogą być na tyle poważne, że nawet jeśli rozwój wydarzeń na rynku sprzyja pewnym zmianom struktury portfela, indywidualny inwestor instytucjonalny może się przed nimi powstrzymać, jeżeli sygnały z rynku dowodzą, że nikt wcześniej nie poszedł w tym kierunku.

Innym wytłumaczeniem może być tendencja do utrzymania stałych proporcji zaangażowania w poszczególnych krajach czy regionach. W efekcie, giełdy i rynki innych aktywów innych rynków wschodzących mogą doświadczać znacznych spadków cen oraz znacznej deprecjacji walut²³.

7. Zmiany reguł

Zarażanie może wystąpić również, gdy inwestorzy dostrzegają zmianę reguł, przy których odbywa się międzynarodowe finansowanie. Na przykład jednostronne wstrzymanie spłaty długu przez Rosję w 1998 r. zwiększyło obawy inwestorów, że inne kraje mogłyby podobnie potraktować zagranicznych wierzycieli albo że pomoc międzynarodowych instytucji finansowych przysłaby w formie innej od oczekiwanej. Inne obawy dotyczą podaży funduszy ze strony międzynarodowego pożyczkodawcy ostatecznej instancji, np. jesienią 1998 r. MFW odnotował największe w swej historii wykorzystanie swoich środków. Pojawiły się wówczas obawy, czy np. w wypadku większego kryzysu lub serii kryzysów kraje nimi dotknięte będą mogły liczyć na pomoc MFW²⁴.

²³ Szerzej: Claessens S., Dornbusch R., Park Ch.Y., *Contagion: How it Spreads and How it Can Be Stopped*, The World Bank Research Observer, vol. 15, no. 2 August 2000, s. 177-197, s. 182.

²⁴ Tamże.

8. Podsumowanie

Przekrój przez literaturę pozwala dostrzec pewien trend w ocenie wagi poszczególnych mechanizmów rozprzestrzeniania się kryzysów walutowych w płaszczyźnie międzynarodowej. Początkowo za najważniejszy uważano kanał związany z fundamentami makroekonomicznymi, potem kanał powiązań handlowych. W ostatnich badaniach podkreślano natomiast znaczenie powiązań finansowych i rolę wspólnego kredytodawcy. Jest bardzo prawdopodobne, że w rzeczywistości zarażanie przenosi się przez wszystkie te kanały jednocześnie, chociaż oczywiście w poszczególnych epizodach niektóre odgrywają dominującą rolę. Ich wyodrębnienie i zbadanie wciąż się odbywa ze względu na konieczność wypracowania pewnych narzędzi czy rozwiązań mających na celu ograniczenie efektów zarażania. Odpowiedzialność spoczywa nie tylko na polityce krajowej, ale i na sektorze prywatnym, i to zarówno w krajach rozwijających się, jak i rozwiniętych, oraz na międzynarodowych instytucjach finansowych, to niezależnie od tego, że pojawiły się pewne sygnały świadczące o ograniczeniu możliwości wystąpienia zarażania na skalę, jaką znamy z lat dziewięćdziesiątych²⁵.

Literatura

- Bauman Z., *Globalizacja*, Państwowy Instytut Wydawniczy, Warszawa 2000.
- Calvo S., Reinhart C., *Capital Flow to Latin America: Is There Evidence of Contagion Effects?*, [w:] G. Calvo, M. Goldstein, E. Hochreiter, *Private Capital Flows to Emerging Markets*, Institute for International Economics, Washington 1996.
- Claessens S., Dornbusch R., Park Ch.Y., *Contagion: How it Spreads and How it Can Be Stopped*, World Bank Research Observer, May 18, 2000
- Eichengreen B., Rose A., Wyplosz Ch., *Contagious Currency Crises*, NBER WP No 5681, 1996.
- Glick R., Rose A., *Contagion and Trade: Why Are Currency Crisis Regional*, „Journal of International Money and Finance”, 1999, vol. 18.
- Hernandez L.F., Valdes R.O., *What Drives Contagion: Trade, Neighborhood, or Financial Links?*, IMF WP/01/29, International Monetary Fund, 2001.
- Kaminsky G.L., Reinhart C.M., *On Crises, Contagion, and Confusion*, „Journal of International Economics” 2000, vol. 51 (June).
- Kaminsky G., Reinhart C.M., Vegh C.A., *The Unholy Trinity of Financial Contagion*, NBER WP 10061, 2003.
- Krugman P., *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*, PWN, Warszawa 2001.
- Krugman P., *A Model of Balance-of-Payment Crises*, „Journal of Money, Credit, and Banking”, 1979, vol. 11.
- Lall S., *Effects of Current Turmoil in Emerging Markets May Be Less Widespread than in Previous Crises*, IMF Survey, 2001, vol. 30, nr 16

²⁵ S. Lall, *Effects of Current Turmoil in Emerging Markets May Be Less Widespread than in Previous Crises*, IMF Survey, 2001, vol. 30, nr 16.

- Małecki W., Piasecki R., Ślawiński A., Żuławska U., *Kryzysy walutowe*, PWN, Warszawa 2001.
- Masson P., *Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps between Multiple Equilibria*, IMF WP/98/142, 1998, International Monetary Fund.
- Obstfeld M., *Rational and Self-fulfilling Balance-of Payments Crises*, „American Economic Review” 1986, vol. 76 (March).
- Obstfeld M., *The Logic of Currency Crises*, „Cahiers Economiques et Monétaires” 1994, vol. 43 (November).
- Pesenti P., Tille C., *The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction*, „Economic Policy Review” 2000, 6(3), Federal Reserve Bank of New York (September).
- Wyplasz Ch., *Speculative Attacks and Capital Mobility*, Fourth Dubrovnik Conference on June 24-26, Dubrovnik, Croatia, June 1998.

CONTAGION EFFECT AS A MECHANISM OF SPREADING CURRENCY CRISES

Summary

Currency crises of the 1990s gave a new impetus to a debate in academic and policy circles about international transmission of shocks. While originally the literature linked currency crises to country-specific macroeconomics factors, it has focused more recently on self-fulfilling expectations and contagion effects.

This article provides an overview of the literature on contagion. In particular this paper studies channels through which contagion might have spread and highlights factors which make country susceptible to contagion. The channels studied in the paper are spillover effects monsoonal effects and pure contagion. This article focuses in particular on the role of liquidity problems, information asymmetries, incentive problems and changes in the rules of the games in propagation of volatility in financial markets.