

Joanna Bogołębska

Uniwersytet Łódzki

**ALTERNATYWNE METODY ALOKACJI
PŁYNNOŚCI MIĘDZYNARODOWEJ.
DOŚWIADCZENIA KRYZYSU
FINANSOWEGO 2007-2009**

Streszczenie: Doświadczenia ostatniego kryzysu finansowego pozostawiły ślad w strategiach banków centralnych i rządów nie tylko w sferze regulacji finansowych, ale także jeśli chodzi o zabezpieczenie dostępu do płynności międzynarodowej. Działania zmierzające do udostępniania płynności dewizowej w okresie 2007–2009 ocenić należy pozytywnie. Szczególną rolę odegrały linie swapowe. System Rezerwy Federalnej zadziałał jako międzynarodowy pożyczkodawca ostatniej instancji, zasilając płynnością dolarową banki centralne w różnych obszarach gospodarczych. Selektywność i brak instytucjonalizacji tej techniki powodują jednak, że dla krajów *emerging markets* konieczne jest zapewnianie sobie także innych form dostępu do płynności, m.in. poprzez akumulację rezerw walutowych oraz tworzenie regionalnych placzyczyn współpracy walutowej.

Słowa kluczowe: płynność międzynarodowa, akumulacja rezerw walutowych, porozumienia swapowe, kryzys płynności walutowej.

1. Zarys problemu

Jednym z czynników, które przyczyniły się do rozlania kryzysu finansowego poza obszar USA, był brak międzynarodowej płynności (*shortage of international liquidity*)¹. Jednym z podstawowych wyzwań, przed jakimi w dobie kryzysu finansowego 2007-2009 stanęły banki centralne i rządy, było uzyskanie pomocy płynnościowej (*liquidity assistance*), głównie dolarowej. Zapewnienie dostępu do międzynarodowej płynności dewizowej stało się dla banków centralnych niezbędne, aby umożliwić systemowi bankowemu finansowanie aktywów denominowanych w walutach obcych. Kryzys płynnościowy wynikający z przepływów międzynarodowych fun-

¹ Płynność międzynarodowa jest tu rozumiana szeroko, jako płynność oficjalna i prywatna (zgodnie z klasyfikacją Aschingera). Artykuł koncentruje się na roli płynności oficjalnej w stabilizowaniu gospodarek narodowych i gospodarki globalnej, w tym zwłaszcza na roli (zakresie i technikach) sektora oficjalnego w dystrybuowaniu płynności walutowej do sektora prywatnego.

duży do USA i Japonii doprowadził do braku płynności walutowej, głównie dolarowej, zaburzeń w funkcjonowaniu rynków hurtowych (głównie międzybankowych i swapów walutowych). Obawy dotyczące ryzyka kredytowego i zwiększony popyt na płynność wywarły zwiększony nacisk na globalnym rynku międzybankowych pożyczek dolarowych. Międzybankowe stopy procentowe denominowane w USD wzrosły gwałtownie, a uczestnicy rynku doświadczyli załamania rynku pożyczek o zapadalności dłuższej niż O/N.

Drugim obszarem braku płynności walutowej, zagrażającym stabilności finansowej kraju, stało się ryzyko *sudden stop*, nagłego odpływu kapitału z kraju, generujące presję na deprecjację waluty krajowej.

Problemy braku płynności walutowej były dotychczas traktowane jako domena krajów *emerging markets* (np. dotknęły azjatyckie kraje *emerging markets* w czasie kryzysu azjatyckiego 1997-1998), jednak po raz pierwszy od lat 30. XX w. problem taki dotknął kraje rozwinięte (Europy Zachodniej).

Można zatem powiedzieć, że na skutek globalizacji finansowej i wyłonienia się globalnych banków, obecny kryzys finansowy wykazał nowe oblicze skutków braku płynności walutowej – oprócz interwencyjnego popytu na waluty (potrzeba walut na przeprowadzenie interwencji walutowych) pojawił się problem zapewnienia płynności rynku pieniężnego i konieczności *de facto* zastąpienia przez banki centralne rynku międzybankowego.

2. Techniki dostarczania walutowej pomocy płynnościowej

Satysfakcjonujące techniki dostarczania pomocy płynnościowej powinny, zdaniem S. Cecchetti, spełniać następujące kryteria [Cecchetti 2010, s. 5]:

- dawać krajom wystarczające zapewnienie o zaspokojeniu ich ewentualnego popytu na płynność; dotyczy to zarówno pewności co do wysokości wsparcia płynnościowego (im bliżej wsparcia nielimitowanego, tym lepiej), jak i czasu trwania (najlepiej jeśli wsparcie jest o nieograniczonym czasie trwania),
- pozwolić uniknąć nadmiernego *moral hazard* oraz nie dopuścić, aby kraje będące w „fundamentalnej nierównowadze” opóźniały konieczne dostosowania,
- nie stawiać nieuzasadnionych ograniczeń na dostawców płynności.

Pierwszy warunek jest o tyle istotny, że mając świadomość niewystarczających technik dostarczania *liquidity assistance* na poziomie ponadnarodowym, kraje mogą dążyć do samodzielnego ubezpieczania się poprzez akumulowanie rezerw walutowych, co wiąże się z dużymi kosztami dla kraju i gospodarki światowej jako całości. Z drugiej strony, wszystkie techniki opierające się na kredycie jako sposobie zapewnienia *liquidity assistance* generują *moral hazard*. Można co najwyżej starać się je minimalizować.

Techniki dostarczania dewizowej pomocy płynnościowej można podzielić na wielostronne, dwustronne i jednostronne [BIS... 2010].

Tabela 1. Techniki dostarczania pomocy płynnościowej

Rodzaj	Technika	Przykład	Zalety	Wady
Wielostronne	pooling rezerw	Chiang Mai	optymalizuje poziom utrzymywanych rezerw	<i>moral hazard</i> , możliwe opóźnienia w uruchomieniu, nie wszyscy członkowie mogą jednocześnie mieć dostęp
	pooling zawierający własną walutę	MFV	jw.	<i>moral hazard</i> i możliwe opóźnienia
Bilateralne	siatka swapów zarządzana przez kraj waluty rezerwowej	SRF, 1962-98 SRF, od XII 2007	zapewnia szybki dostęp do funduszy, optymalizuje poziom utrzymywanych rezerw, wymaga tylko bilateralnych negocjacji	<i>moral hazard</i> , wybór kraju otrzymującego płynność
	kraj pożyczający z własnych rezerw walutowych	Dania, Norwegia, Szwecja pożyczające Islandii 2008	wymaga bilateralnych negocjacji	<i>moral hazard</i> i możliwe opóźnienia, podstawienie funduszy do dyspozycji może nie być zagwarantowane
	bank centralny akceptuje zabezpieczenie w walucie zagranicznej pochodzące spoza kraju działania banku komercyjnego	Kanada, Hongkong 2008	nie wymaga międzynarodowych negocjacji	może być niewystarczającym źródłem
Jednostronne	akumulacja rezerw walutowych w celu <i>self-insurance</i>	kraje Azji Wsch. po kryzysie 1997-1998	nie wymaga międzynarodowych negocjacji, szybki dostęp do środków	alokacja zasobów w aktywa o niskiej rentowności, globalne makroekonomiczne konsekwencje

Źródło: [BIS... 2010].

2.1. Techniki multilateralne

Polegają na tym, że grupa krajów decyduje się stworzyć fundusz płynnościowy udostępniany w razie potrzeby. Problemem jest, czy lepszym rozwiązaniem jest stworzenie takiego mechanizmu na poziomie regionalnym (np. pooling rezerw) czy globalnym (umocowanie MFW jako międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji).

W systemie poolingu rezerw kraje mają dostęp do funduszy, kiedy potrzebują płynności. Podstawowa zaleta poolingu, czyli możliwość podstawienia do dyspozycji krajowych banków płynności dewizowej, traci znaczenie w sytuacji ogólnego kryzysu płynnościowego, kiedy to więcej krajów zgłasza popyt na płynność jednocześnie. Przykładem poolingu rezerw jest struktura Chiang Mai Initiative (CMI), utworzona po kryzysie azjatyckim 1997-1998 w celu zapewnienia azjatyckim bankom centralnym wzajemnego wsparcia płynnościowego w sytuacji kryzysowej. CMI funkcjonuje jako siatka bilateralnych porozumień swapowych.

Innym przykładem multilateralnej techniki zasilania płynnościowego jest pooling stworzony w ramach zasobów MFW. Przyjęta metoda wnoszenia kwot udziałowych krajów członkowskich do MFW we własnej walucie oraz w dewizach powoduje, że kraje mają dostęp do pożyczek MFW udzielanych w dewizach. W ten sposób MFM może dokonywać redystrybucji funduszy od krajów wierzycielskich do dłużniczych. Pożyczki MFW odegrały istotną rolę w trakcie kryzysu azjatyckiego 1997-1998 w przezwyciężaniu konsekwencji kryzysu bankowego. Krytyka mechanizmów kredytowych MFW, opierających się na polityce *conditionality*, stała się argumentem na rzecz wypracowywania instrumentów na poziomie regionalnym.

2.2. Techniki bilateralne

Techniki te polegają na tym, że jedna instytucja zobowiązuje się do dostarczenia płynności zagranicznemu bankowi centralnemu. Takim rozwiązaniem mogą być porozumienia swapowe, zawarte między dwoma bankami centralnymi. Porozumienia swapowe, powszechnie wykorzystywane w trakcie ostatniego kryzysu, nie są bynajmniej nowym instrumentem wsparcia płynnościowego. System Rezerwy Federalnej (SRF) utrzymywał siatkę porozumień swapowych przez wiele lat, począwszy od 1962 r. Co ciekawe, pierwotnym celem ustanowienia tej techniki dostarczania płynności dolarowej było obrona ustanowionych kursów walutowych w ramach systemu Bretton Woods. Przez lata wartość porozumień swapowych wzrastała, od ok. 2 mld USD w 1962 r. do ok. 30 mld USD w 1978 r. Do końca lat 90. głównym celem stosowania tej techniki zasilania dewizowego było dostarczenie waluty zagranicznej potrzebnej do przeprowadzenia interwencji walutowych, nie zaś zapewnienie płynności rynku pieniężnego. Pod koniec lat 90. porozumienia wygasły ze względu na ich znikomy zakres wykorzystania i wyłonienie się euro w finansach międzynarodowych [BIS... 2010].

Podstawowa zaleta tej techniki dostarczania płynności wyraża się w tym, że kraj nie ponosi kosztów akumulacji rezerw walutowych, mając zapewniony wystarczający dostęp do waluty zagranicznej. Jednak ewidentne wady tego instrumentu ograniczają jego substytucyjność względem jednostronnego dążenia do zabezpieczania się przed brakiem płynności. Podstawowe słabości tego instrumentu to generowanie *moral hazard* oraz selektywność. Obawy o generowanie *moral hazard* wśród krajów zgłaszających popyt na płynność dewizową powodują, że kraj dostarczający płynności będzie starał się ograniczyć czas trwania instrumentu oraz stosować limity dostarczanych środków. Ponadto ryzyko kredytowe jest przeniesione na bank centralny będący odbiorcą płynności, sam decydujący, które instytucje finansowe zostaną wsparte. Wybór kraju, któremu zostanie dostarczona płynność w ramach linii swapowej, jest całkowicie swobodny dla kraju dostawcy. Ryzyko niewypłacalności (*sovereign risk*) kraju odbiorcy płynności naturalnie sprawia, że kraj dostawca płynności dokonuje selekcji krajów odbiorców. Oczywiście naciski polityczne zawsze mogą przeważać nad czynnikami ekonomicznymi wyboru krajów, którym zostaną uruchomione linie swapowe.

Inną techniką bilateralną jest dostarczenie drugiemu krajowi płynności dewizowej z własnych rezerw walutowych. Kwestia ta jest dość drażliwa politycznie, negatywna reakcja krajów realizujących agresywną strategię akumulacji rezerw walutowych (Chiny i inne azjatyckie kraje *emerging markets*) na propozycje wykorzystywania tych zasobów do celów *international liquidity assistance* pokazuje najdobitniej, że nie można w tym instrumencie upatrywać zasadniczego rozwiązywania problemów zaburzeń płynności.

Porozumienia dotyczące akceptacji zabezpieczeń wyrażonych w walucie zagranicznej (*cross-border collateral*) nie zwiększają ilości waluty będącej w posiadaniu banku centralnego lub rządu, lecz obniżają zapotrzebowanie na tę walutę, jakie mogłyby zgłosić banki ulokowane w danym kraju w sytuacji kryzysowej. Wykorzystywanie *cross-border collateral* jako techniki dostarczania płynności dewizowej było stosowane przez banki centralne Szwecji, Szwajcarii, Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych w okresie przedkryzysowym w ramach operacji standardowych oraz wyjątkowych.

2.3. Techniki jednostronne

Jeśli porozumienia międzynarodowe (multilateralne lub bilateralne) nie są wystarczające lub kraje nie mają pewności co do możliwości polegania na nich, będą dążyły do samodzielnego ubezpieczania się (*self-insurance*) w drodze akumulacji rezerw walutowych.

Zaletą *self-insurance* jest pewność dla kraju, że będzie miał dostęp do płynności walutowej, co dodatkowo nie będzie wymagało międzynarodowej koordynacji. Podstawowa wada to koszty utrzymywania rezerw. Wśród kosztów należy wymienić koszt inflacyjny, związany ze wzrostem bazy monetarnej, oraz fiskalny, wynikają-

cy z rosnących wraz z upływem czasu kosztów sterylizacji. Należy także zwrócić uwagę na jednoznacznie negatywną ocenę w literaturze konsekwencji akumulacji rezerw walutowych dla gospodarki światowej jako całości. Potencjalnie destabilizujący wpływ akumulacji rezerw walutowych dla międzynarodowego systemu walutowego wyraża się w tym, że zjawisko to:

- tworzy zniekształcenia na rynku cen aktywów,
- tworzy niestabilność kursów walutowych, gdyż rynki spekulują odnośnie do ewentualnej zmiany w strukturze walutowej rezerw,
- zniekształca globalne przepływy kapitałowe, poprzez kierowanie ich do „centrum” (kraju emitenta waluty rezerwowej – USA), obniżając tym samym korzyści z liberalizacji rachunku kapitałowego,
- powoduje niepewność rynkową, co może być szczególnie destabilizujące, jeśli występuje tak silna, jak obecnie, koncentracja geograficzna aktywów rezerwowych.

Koszty, jakie niesie ze sobą jednostronne ubezpieczenie się od ryzyka płynnościowego, powodują, że w architekturze współczesnego międzynarodowego systemu walutowego postuluje się forsowanie rozwiązań multilateralnych i bilateralnych.

3. Instrumenty zasilania płynnościowego wdrażane w ramach polityki *liquidity crisis management* w latach 2008-2009 i ich znaczenie

3.1. Rola technik multilateralnych

W maju 2009 r. kraje ASEAN + 3 dokonały multilateralizacji Inicjatywy Chiang Mai (*Chiang Mai Initiative Multilateralisation* – CMIM). Ten nowy instrument wsparcia wielostronnego opiera się na poolingu rezerw o wartości 120 mld USD, do którego każdy kraj uczestniczący ma dostęp do określonego indywidualnie pułapu. Nadanie dotychczasowej formule współpracy (jaką była CMI) formy bardziej zinstytucjonalizowanej, o szybkim i efektywnym mechanizmie alokacji płynności dewizowej, jest pozytywnym przykładem regionalnego zarządzania kryzysem finansowym i krokiem ku pełniejszej integracji walutowej w regionie.

MFW uruchomił elastyczną linię kredytową FCL (*Facility Credit Line*) w marcu 2009 r. w celu szybkiego dostarczenia płynności gospodarkom o dobrej polityce gospodarczej i stabilnej gospodarce. Instrument ten cechuje brak uwarunkowania (*conditionality*) i elastyczność. Wyznaczony z góry czas trwania linii FCL (do roku) z jednej strony redukuje *moral hazard*. Z drugiej strony rodzi niepewność co do ewentualnego przedłużania czasu trwania instrumentu. Trzy kraje podpisały dostęp do instrumentu FCL (Polska, Meksyk i Kolumbia) na łączną kwotę 77 mld USD, jednak dotychczas żaden kraj z niego nie skorzystał.

3.2. Rola technik bilateralnych

W okresie kryzysu finansowego widoczny był wzrost zawieranych porozumień swapowych (np. w grudniu 2007 r. w porozumienia swapowe zaangażowane były 24 kraje). Waga ekonomiczna krajów dostawcy (*swap provider*) i odbiorców (*swap receiver*) tego instrumentu wynosiła 85% światowego PKB. Największymi dostawcami płynności w ramach linii swapowych były:

- FED (zawarł 14 linii na łączną wartość 755 mld USD),
- PBC (Bank Centralny Chin – 6 linii na wartość 650 mld CNY),
- EBC (4 linie na wartość 31 mld EUR).

Analiza uruchamianych w okresie kryzysu porozumień swapowych od strony doboru krajów odbiorców instrumentu potwierdza tezę o ich selektywności. Podstawowymi kryteriami uruchomienia linii swapowych w okresie kryzysu były:

- silna obecność krajowych banków w krajach odbiorcach (co np. tłumaczy uruchomienie w październiku 2008 r. porozumień przez FED z bankami centralnymi Brazylii, Korei, Meksyku i Singapuru),
- silne związki handlowe i finansowe z krajem odbiorcą płynności (co np. tłumaczy zaangażowanie Chin w porozumienia swapowe z Argentyną czy Białorusią),
- stabilna gospodarka, o wysokim poziomie rezerw walutowych (co tłumaczy wybór konkretnych krajów *emerging markets*).

Popularność w zawieraniu porozumień swapowych w dobie kryzysu finansowego nie przełożyła się jednak na częstotliwość wykorzystywania tego instrumentu (por. tab. 2). Widać tu jednak istotną różnicę między krajami *emerging markets* a krajami rozwiniętymi. Kraje *emerging markets* wołały odwlekać ich uruchomienie, traktując jako instrument *last resort*, a przynajmniej *secondary resort*. Zatem, paradoksalnie, kraje, które chcą gwarantować sobie dostęp do porozumień swapowych, w czasie kryzysu mogą preferować powstrzymanie się od ich wykorzystywania [Aizenman i in. 2010]. W przypadku krajów *emerging markets* wartość porozumień swapowych nie przekraczała 50% posiadanych rezerw. Dla krajów *emerging markets* porozumienia swapowe udostępniane przez SRF i ECB odgrywały rolę substytucyjną w stosunku do zakumulowanych rezerw walutowych.

Dla krajów rozwiniętych porozumienia swapowe stanowiły istotne źródło płynności dewizowej. Poza Japonią, rozmiary porozumień swapowych przekroczyły 50% posiadanych rezerw, a w przypadku Wielkiej Brytanii, Australii i EBC wartość linii swapowych przekraczała wartość zakumulowanych rezerw.

Patrząc na rolę porozumień swapowych od strony dostawcy tej formy płynności, należy zwrócić uwagę, że w szczytowym momencie ich funkcjonowania (grudzień 2008), z saldem należności sięgającym 580 mld USD, stanowiły 25% całkowitych aktywów SRF [Fleming, Klagge 2010]. Należy więc zgodzić się, że SRF zadziałał w ramach polityki *crisis management* jako międzynarodowy pożyczkodawca ostatniej instancji, sprawnie i na większą skalę wypełniając tę funkcję niż MFW. EBC nie

odegrał tak istotnej roli jako dostawca płynności międzynarodowej, szczególnie w pierwszej fazie kryzysu.

Głównym przeznaczeniem porozumień swapowych w czasie kryzysu było dostarczenie płynności walutowej poprzez bank centralny kraju odbiorcy płynności dla krajowego systemu bankowego. Było to szczególnie istotne dla banków komercyjnych, niemających dostępu do oddziałów amerykańskich banków ani niedysponujących wystarczającymi zabezpieczeniami, aby płynność dolarową móc uzyskać bezpośrednio z SRF.

Przykład Korei pokazuje, że porozumienia swapowe okazały się także skutecznym instrumentem dostarczania waluty zagranicznej dla przywracania zaufania rynków w czasie kryzysu. Dodatkowo na przykładzie doświadczeń Korei można wywodzić wniosek o pewnej komplementarności różnych instrumentów wsparcia płynnościowego – nawet bardzo wysoki poziom rezerw walutowych może nie stanowić wystarczającej ochrony dla zaburzeń płynności międzynarodowej. W momencie wybuchu kryzysu finansowego Korea była na szóstej pozycji pod względem zgromadzonych rezerw (rezerwy wynosiły 270 mld USD, stanowiąc 30% PKB), wykazywała silne fundamenty makroekonomiczne (wzrost PKB, równowagę na rachunku obrotów bieżących i PKB) oraz mikroekonomiczne (stabilne bilanse instytucji finansowych i korporacji). Jednakże wysoki stopień liberalizacji przepływów kapitałowych spowodował masowe wycofywanie funduszy z lokalnych rynków finansowych przez zagranicznych rezydentów, prowadząc do głębokiej deprecjacji wony koreańskiej. Bank centralny Korei uruchomił rezerwy walutowe (60 mld USD), próbując obronić walutę krajową, jednak bez sukcesu. Korea odzyskała stabilność na rynkach finansowych dopiero po uruchomieniu porozumienia swapowego na wartość 30 mld USD z SRF, dodatkowe porozumienia zawarła z Chinami i Japonią. Przykład Korei pokazuje zatem, że nawet kraj o bardzo wysokim poziomie rezerw walutowych może nie odnieść sukcesu w stabilizowaniu kursu walutowego, jeśli zachwiane będzie zaufanie rynków. Ostateczny sukces w przywróceniu stabilności finansowej Korei przyniosło zewnętrzne źródło dostarczające płynności (*external liquidity provision technique*), mianowicie zawarte porozumienia swapowe. Oczywiście, porozumienia swapowe byłyby mniej efektywne w sytuacji braku silnych fundamentów gospodarczych, w tym odpowiednio wysokiego poziomu rezerw [Aizenmann i in. 2010].

Fakt ograniczonego w czasie trwania porozumień swapowych (większość wygasła 1 stycznia 2010) nie wpływa pozytywnie na przyjęcie strategii deakumulacji rezerw walutowych. Dopiero nadanie im formy bardziej zinstytucjonalizowanej i długotrwałej może przekonać kraje o możliwości opierania się na tej formie *liquidity assistance* w czasie napięć na rynkach finansowych i trwale wpłynąć na przyjęcie strategii deakumulacji.

Pozostałe instrumenty bilateralne odegrały znikomą rolę w trakcie ostatniego kryzysu. Na uwagę zasługuje dostarczenie przez bank centralny Danii, Norwegii i Szwecji płynności w euro bankowi centralnemu Islandii. Dokonano tego z włas-

Tabela 2. Porozumienia swapowe zawarte przez SRF z innymi bankami centralnymi (w mld USD)

Institucja – bank centralny (<i>swap receiver</i>)	Kwota postawiona do dyspozycji	Saldo należne (stan na 31.12.2008)
Kanady*	2	0
Meksyku*	3	0
EBC	nielimitowana	291.4
Szwajcarii	nielimitowana	25.2
Japonii	nielimitowana	122.7
Kanady	30	0
Anglii	nielimitowana	33.1
Danii	15	15
Szwecji	30	25
Norwegii	15	8.2
Nowej Zelandii	15	0
Korei	30	10.4
Brazylii	30	0
Meksyku	30	0
Singapuru	30	0
Australii	30	22.8
Łącznie	nielimitowany	553.7

*Nieograniczony czas trwania porozumienia swapowego.

Źródło: [Stella 2009].

nych rezerw walutowych za pośrednictwem linii swapowej, bez wcześniejszego zobowiązania do udzielenia wsparcia płynnościowego.

4. Po kryzysie – prewencyjne podejście do dostępu do płynności dewizowej

Nie ulega wątpliwości, że w trakcie kryzysu finansowego zastosowano bogatą gamę technik dostarczania *liquidity assistance*. Sięgnięto do dobrze znanych technik opartych na współpracy banków centralnych (porozumienia swapowe), lecz także zastosowano pewne innowacyjne techniki wsparcia (CMIM, FCL). Opieranie się na różnych źródła alokacji płynności walutowej wynikało z ich ograniczonej substytucyjności.

Po kryzysie finansowym kraje dostrzegły potrzebę (oprócz potrzeby zwiększenia regulacji w systemie finansowym) zapewnienia *ex ante* dostępu do płynności dewizowej. Szczególnie istotne jest to dla krajów *emerging markets*, które mają trudniejszy dostęp do bilateralnych i multilateralnych technik *liquidity assistance*

niż kraje rozwinięte (SRF uruchomił porozumienia swapowe w trakcie kryzysu dla 4 krajów *emerging markets* oraz dla 10 krajów rozwiniętych).

Blіszej analizie w literaturze próbuje się poddać wpływ porozumień swapowych na strategię akumulacyjne banków centralnych. Wydaje się, że wpływ ten jest złożony.

Niektóre spośród krajów, które doświadczyły problemów z płynnością dewizową, wydają się realizować politykę *self-insurance* poprzez akumulację rezerw walutowych. Dla przykładu, dolarowa wartość rezerw walutowych wzrosła o 85% w Danii, o 60% w Szwecji, o 41% na Węgrzech czy o 29% w Brazylii od początku 2009 r. do kwietnia 2010 r. [BIS... 2010]. Kraje azjatyckie i *emerging markets*, po wyraźnym spadku poziomu rezerw z okresu 2008-2009, ponownie doświadczają trendu rosnącego. Oczywiście nie można trendu rosnącego akumulowanych rezerw tłumaczyć tylko motywem *self-insurance*. Dalszy wzrost rezerw w Chinach, przekraczający wszelkie miary optymalnego poziomu rezerw, należy tłumaczyć motywem merkantylistycznym (realizacją proeksportowej strategii gospodarczej, opartej na operowaniu niedoszacowanym kursem walutowym). Olbrzymi wzrost rezerw w banku centralnym Szwajcarii (SNB) natomiast w okresie 2009-2010 (o 234%) był wynikiem interwencji walutowych SNB, których celem było zahamowanie dalszej aprecjacji franka szwajcarskiego wobec euro. Ponieważ SNB dostarczał systemowi bankowemu w okresie kryzysu płynność dewizową w oparciu o linie swapowe uruchamiane przez SRF, zakumulowane w ostatnim czasie rezerwy walutowe mogą być postrzegane jako cenne źródło tejże płynności na wypadek przyszłych zakłóceń [Allen, Moessner, 2010b]. Nie wszystkie jednak kraje, które wykorzystywały linie swapowe w trakcie kryzysu, zwiększają obecnie rezerwy – wymienić tu można Australię, UGiW, Wielką Brytanię. Są to kraje, które nie muszą się obawiać o negatywną selekcję w trakcie uruchamiania pomocy płynnościowej. Zatem z punktu widzenia krajów *emerging markets* niepewność co do ewentualnej przyszłej polityki globalnego zarządzania kryzysem płynnościowym stanowi bodziec do dalszego jednostronnego ubezpieczania się. Jeśli stosowane na płaszczyźnie multilateralnej i bilateralnej techniki nie przekonają o wystarczającym poziomie *liquidity assistance*, kraje będą dążyły do jednostronnego zapewnienia sobie takiej ochrony w drodze akumulacji rezerw walutowych.

Literatura

- Aizenman J., Jinjarak Y., Park D., *International reserves and swap lines: Substitutes or complements?*, NBER Working Paper 15804, March 2010.
- Allen W., Moessner R., *Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-2009*, BIS Working Papers no 310, May 2010a.
- Allen W., Moessner R., *Options for meeting the demand for international liquidity during financial crisis*, „BIS Quarterly Review” 2010b, September.
- Cecchetti S., *Alternatives to Self-insurance*, www.bis.org. „BIS Quarterly Review” 2010, September, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1009.htm.

Fleming M., Klagge N., *The Federal Reserve's foreign exchange swap lines*, „Current Issues in Economics and Finance” 2010, vol. 16, no. 4, Federal Reserve Bank of New York.

Stella P., *The Federal Reserve System Balance Sheet: What happened and why it matters*, IMF Working Paper WP/09/120, International Monetary Fund, Washington, DC, 2009.

ALTERNATIVE WAYS OF MEETING THE DEMAND FOR INTERNATIONAL LIQUIDITY. EXPERIENCES OF THE FINANCIAL CRISIS FROM 2007-2009

Summary: Experience of the financial crisis is likely to have a lasting effect on the behaviour of governments and central banks, not only as regards financial regulation, but also as regards policies related to international liquidity. Liquidity provision endorsed techniques used during the crisis should be rated positively. The most important ones were the swap lines. Federal Reserve System acted as an international lender of last resort in providing dollars through swap arrangements to a lot of economic areas. However, for the emerging markets, due to the selectivity and lack of institutionalization of this instrument, it is essential to have the greater assurance of access to international liquidity in any future crisis. Thus accumulating foreign reserves and enhancing regional currency cooperation may be essential alternatives.