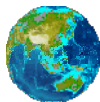


## Wykład 5

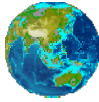
### Kryzysy walutowe



## Plan wykładu

1. Spekulacje walutowe
2. Kryzysy I generacji
3. Kryzysy II generacji
4. Kryzysy III generacji

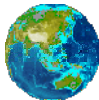




## 1. Spekulacje walutowe 1/9

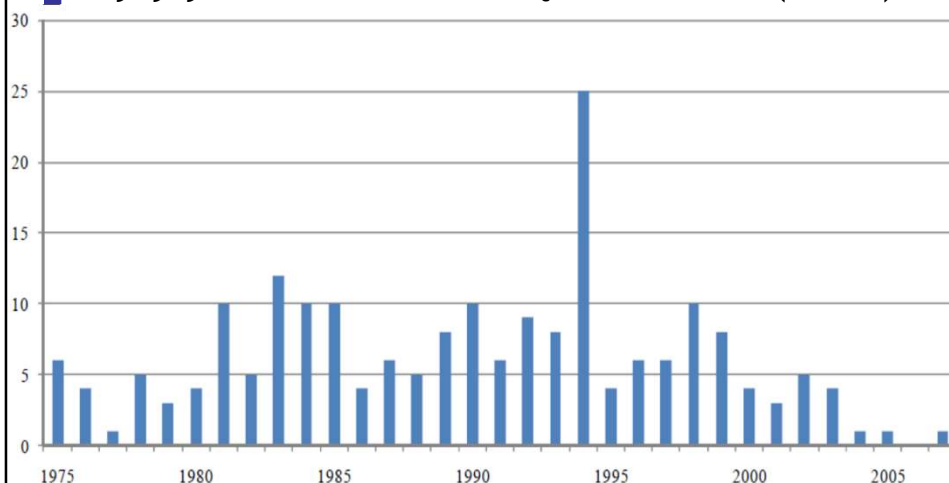
Kryzys walutowy:

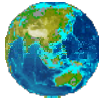
- ❑ Spekulacyjny atak na wartość waluty który
  - albo doprowadza do gwałtownej deprecjacji kursu walutowego
  - albo zmusza bank centralny do obrony kursu za pomocą sprzedaży rezerw lub podniesienia stopy procentowej.
- ❑ Definicje operacyjne: 25% (30%) procentowa deprecjacja, lub, w przypadku nieudanego ataku, wzrost indeksu presji na rynku walutowym (zmiana kursu+spadek rezerw).



## 1. Spekulacje walutowe 2/9

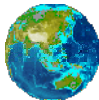
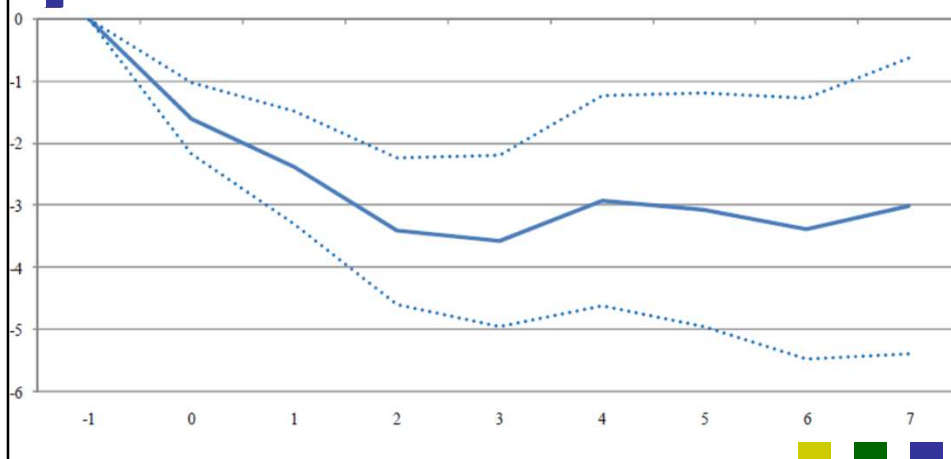
Kryzysy walutowe nie należą do rzadkości (liczba).





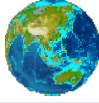
## 1. Spekulacje walutowe 3/9

Kryzysy walutowe zawsze są kosztowne: utrata PKB w proc. poziomu sprzed kryzysu ( $t=-1$ ) w kolejnych latach.



## 1. Spekulacje walutowe 4/9

- ☐ Kryzysy walutowe z reguły dotyczą walut w systemie kursów sztywnych
- ☐ Kursy oficjalnie płynne nie zawsze takimi są de facto i taka waluta też jest narażona na kryzys
- ☐ Czy kursy płynne zawsze zmieniają się tylko w celu osiągnięcia równowagi zewnętrznej?
- ☐ Czy płynne kursy są stabilne, jeśli nie występuje duża nierównowaga zewnętrzna?
- ☐ W krótkim okresie kursy walutowe zmieniają się w wyniku operacji arbitrażowych

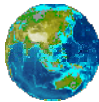


## 1. Spekulacje walutowe 5/9

❑ Arbitraż stopy procentowej polega na lokowaniu środków finansowych tam, gdzie oprocentowanie jest najwyższe.

Przykład: Porównanie dochodowości polskiego papieru wartościowego i papieru wartościowego ze strefy euro

Okres	Rok $t$	Rok $t+1$
polSKI papier wartościowy (zakup za 1 PLN)	1 PLN	$(1+i_t)$ PLN
papier wartościowy ze strefy euro (w EUR)	1 EUR	$(1+i_t^f)$ EUR
papier wartościowy ze strefy euro (zakup za 1 PLN)	$\frac{1}{E_t}$ EUR	$\frac{1+i_t^f}{E_t} \text{ EUR} = \frac{E_{t+1}^e}{E_t} (1+i_t^f) \text{ PLN}$



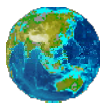
## 1. Spekulacje walutowe 6/9

$$1 + i_t = \frac{E_{t+1}^e}{E_t} (1 + i_t^f) \Rightarrow$$

$$i_t \approx i_t^f + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$$

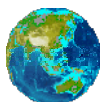
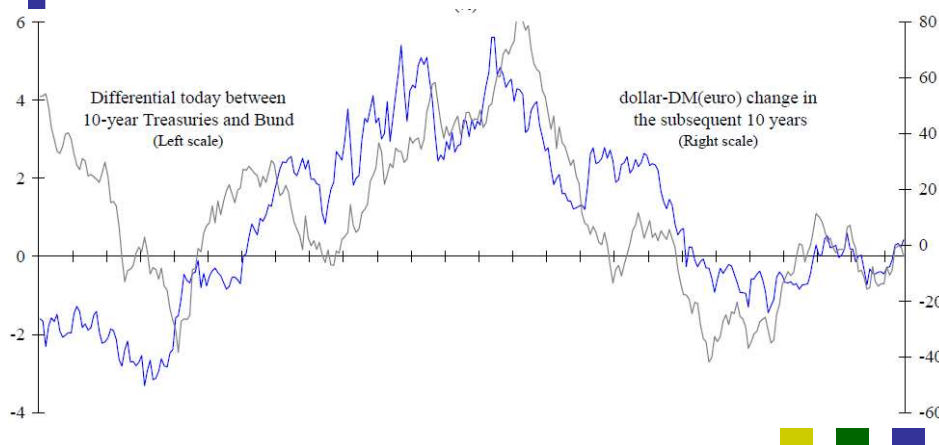
❑ Stopa procentowa w kraju jest równa stopie zagranicznej powiększonej o oczekiwaną deprecjację waluty krajowej





## 1. Spekulacje walutowe 7/9

Różnica w stopie oprocentowania 10-letnich obligacji amerykańskich i niemieckich w roku  $t$  a zmiana kursu walutowego dolara do marki/euro w latach od  $t$  do  $t+10$  (lata 1970-1995, wartości w %).



## 1. Spekulacje walutowe 8/9

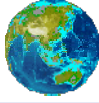
Czy spekulacja jest stabilizująca?

☐ Friedman: TAK, bo racjonalni spekulanci kupują, gdy cena jest niska, a sprzedają, gdy cena jest wysoka

☐ Zwolennicy „efektu karawany”: NIE, bo istnieje asymetria informacji i lepiej poinformowani, racjonalni spekulanci mogą dążyć do destabilizacji.

▪ „Feedback investors” kupują aktywa, gdy cena rośnie i sprzedają gdy spada ze względu na ekstrapolacyjne oczekiwania, „pogoń za trendem”, osiągnięcie progu akceptowalnych strat

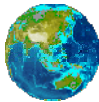
▪ Poinformowani inwestorzy destabilizują kurs i w odpowiednim momencie wycofują się.



## 1. Spekulacje walutowe 9/9

Skoro kryzysy dotyczą głównie systemów stałych kursów walutowych, dlaczego kraje je stosują?

- ☐ Stały kurs walutowy służy jako „kotwica nominalna” w programie obniżania inflacji - ceny dóbr importowanych są stałe w przeliczeniu na walutę krajową (gdy są stałe zagranicą)
- ☐ Stałe kursy walutowe redukują niepewność.
  - Stabilność kursu sprzyja przepływom handlowym
  - Stabilność kursu zachęca inwestorów zagranicznych do lokowania kapitału

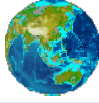


## 2. Kryzysy I generacji 1/4

- ☐ Modele I generacji: Kraj utrzymujący stały kurs jednocześnie prowadzi ekspansywną politykę fiskalną.
- ☐ Ekspansywna polityka fiskalna w długim okresie prowadzi do monetyzacji długu:  
Ograniczenie budżetowe rządu:

$$Dług_t = Dług_{t-1} + Odsetki_{t-1} + Deficyt_t - Renta\ emisyjna_t$$





## 2. Kryzysy I generacji <sup>2/4</sup>

❑ Wzrost podaży pieniądza musi doprowadzić do wzrostu cen.

Ilościowe równanie pieniądza pokazuje zależność między podażą pieniądza a dochodem nominalnym

$$MV = PY$$

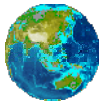
gdzie

$M$  = podaż pieniądza (kontrolowana przez bank centralny)

$V$  = prędkość obiegu pieniądza

$Y$  = realny dochód, czyli PKB w cenach stałych

$P$  = ogólny poziom cen



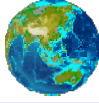
## 2. Kryzysy I generacji <sup>3/4</sup>

❑ Zgodnie z ilościową teorią pieniądza dochód  $Y$  (PKB) zależy od podaży czynników produkcji i poziomu technologii

$$\begin{aligned} &\text{Zmiana podaży pieniądza(\%)} \\ &- \text{Zmiana w popycie na pieniądz(\%)} = \\ &\text{INFLACJA} \end{aligned}$$

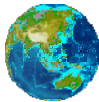
CENY SĄ PROPORCJONALNE DO PODAŻY PIENIĄDZA  
(„Inflacja jest zawsze i wszędzie zjawiskiem pieniężnym” - M.Friedman)





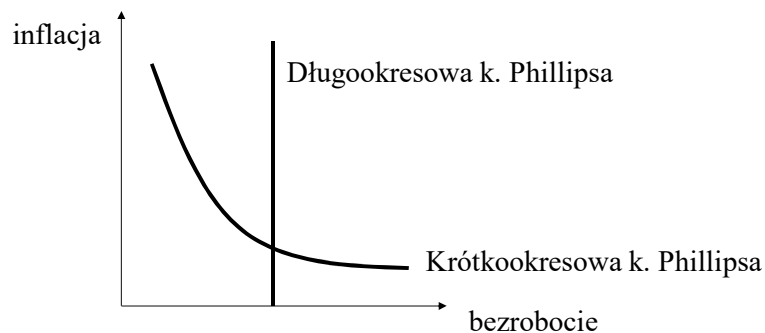
## 2. Kryzysy I generacji <sup>4/4</sup>

- ❑ W wyniku wzrostu cen następuje pogorszenie salda bilansu obrotów bieżących (realna aprecjacja).
- ❑ Bank centralny pokrywa deficyt z rezerw walutowych.
- ❑ Kiedy osiągną one stan minimalny, następuje atak spekulacyjny - jeszcze przed ich wyczerpaniem.

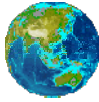


## 3. Kryzysy II generacji <sup>1/4</sup>

- ❑ Modele II generacji: Rządy realizują alternatywne cele - poziom inflacji i bezrobocie, itd. W krótkim okresie istnieje między tymi celami wymiennność opisana krzywą Phillipsa

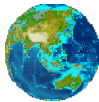
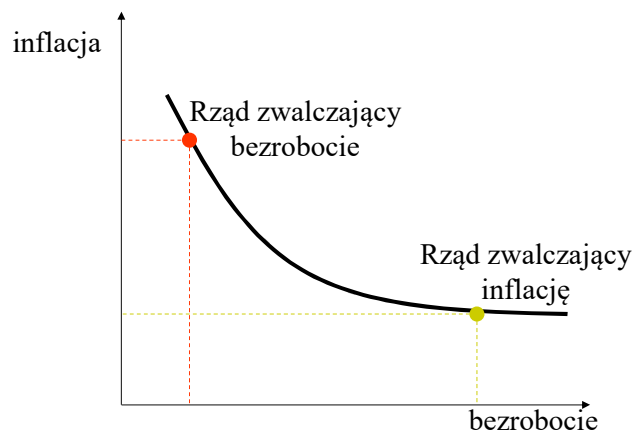






### 3. Kryzysy II generacji <sup>2/4</sup>

- ❑ Rządy w Europie różniły się preferencjami



### 3. Kryzysy II generacji <sup>3/4</sup>

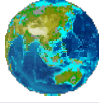
- ❑ Oczekiwania dewaluacji przekładają się na wysoką inflację

Parytet siły nabywczej

$$P = EP^f$$

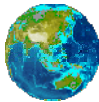
$$\pi^h = \pi^e + \text{oczekiwana stopa deprecjacji waluty krajowej}$$

- ❑ Jeśli rząd nie przeprowadzi dewaluacji, poziom produktu będzie niski (krzywa Phillipsa)
- ❑ Dewaluacja będzie miała miejsce jeśli koszt polityczny jest niski



### 3. Kryzysy II generacji 4/4

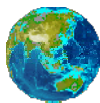
- ❑ Historia kryzysu w Europie:
- ❑ Zjednoczenie Niemiec i wzrost stóp procentowych.
- ❑ Albo zacieśnienie polityki pieniężnej w innych krajach EMS, albo upłynnienie kursu.
- ❑ 09.1992 - funt brytyjski i lira opuszczają EMS
- ❑ 08.1993 - rozszerzenie pasma wahań kursów walutowych w EMS do  $\pm 15\%$ .



### 4. Kryzysy III generacji 1/6

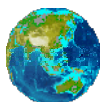
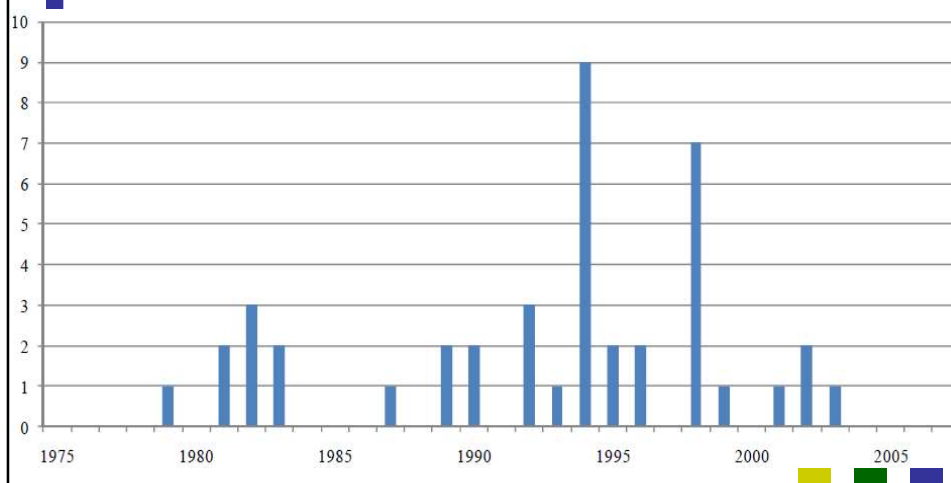
- ❑ Modele III generacji: Powstały do wyjaśnienia kryzysów azjatyckich.
- W krajach Azji południowo-wschodniej budżety rządowe wykazywały nadwyżki albo umiarkowane deficyty (brak przesłanek I generacji).
- PKB rosło, inflacja i bezrobocie - niskie (brak przesłanek II generacji)
- Z kryzysem walutowym nierozdzielnie związany był kryzys w systemie bankowym (nadmierna ekspansja kredytowa, banki posiadały zobowiązania w walutach obcych, gwarancje rządowe).





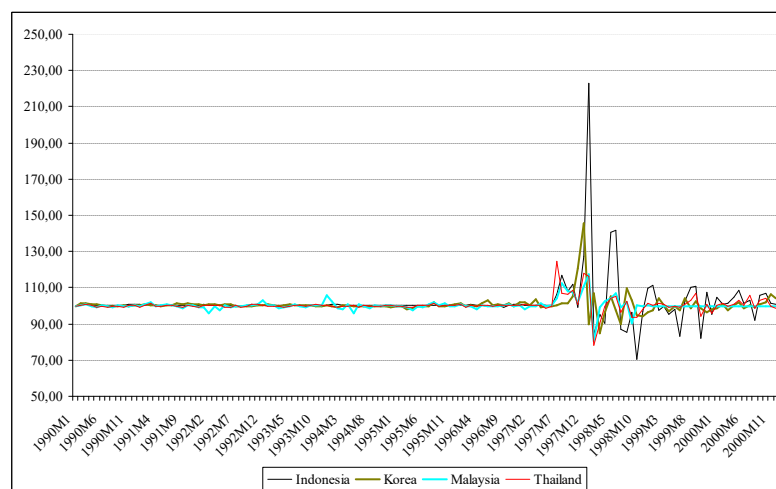
## 4. Kryzysy III generacji 2/6

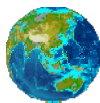
Liczba kryzysów walutowych i bankowych występujących jednocześnie



## 4. Kryzysy III generacji 3/6

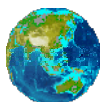
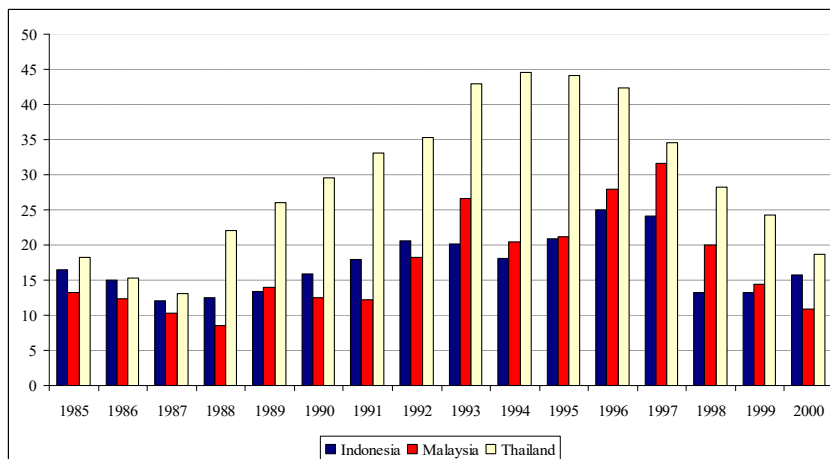
□ Kursy walutowe w krajach Azji Wschodniej 1990M1=100





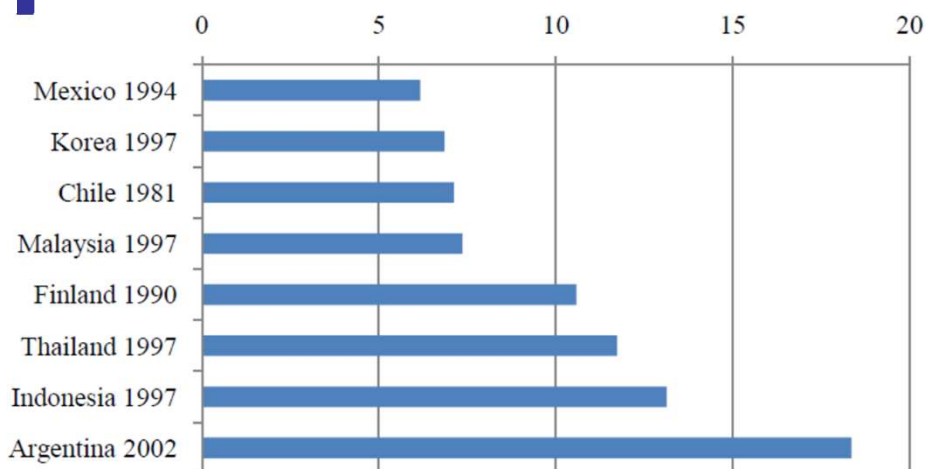
## 4. Kryzysy III generacji 4/6

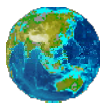
☐ Dług krótkookresowy (w % długu całkowitego)



## 4. Kryzysy III generacji 5/6

☐ Kryzysy III generacji spowodowały silne spadki PKB...





## 4. Kryzysy III generacji <sup>6/6</sup>

...ale zwykle Feniks odradzał się z popiołów - zmiana CA w % PKB po kryzysie walutowym

