

dr Ireneusz PSZCZÓŁKA

Wydział Ekonomii i Finansów, Uniwersytet Technologiczno-Humanistyczny im. Kazimierza Pułaskiego w Radomiu

e-mail: i.pszczolka@uthrad.pl

ORCID: 0000-0001-6237-1649

DOI: 10.15290/oes.2021.01.103.06

MIĘDZYNARODOWE WALUTY SAFE HAVEN – BEZPIECZNA PRZYSTAŃ W CZASIE KRYZYSU¹

Streszczenie

Cel – Celem jest ocena znaczenia najważniejszych walut międzynarodowych jako walut safe haven w kontekście ich pozycji w światowej gospodarce w świetle literatury problemu.

Metoda badań – Podstawowe metody badawcze wykorzystane w artykule to studia literatury światowej oraz analiza danych statystycznych, których źródłem jest Europejski Bank Centralny i Bank Rozrachunków Międzynarodowych.

Wnioski – Powszechnie uważa się, że najważniejsze waluty międzynarodowe: dolar amerykański, euro i jen pełnią również funkcję bezpiecznej przystani. Wnioski z analizy pokazują, że nie wszystkie waluty międzynarodowe są w równym stopniu bezpieczną przystanią. Najważniejszymi walutami safe haven są: frank szwajcarski, jen, dolar amerykański oraz w mniejszym stopniu euro. Pełnienie funkcji waluty międzynarodowej przez walutę krajową predysponuje ją do bycia bezpieczną przystanią, nie oznacza to jednak, że nie może nią być waluta, której nie zalicza się do grupy najważniejszych walut międzynarodowych.

Implikacje/rekomendacje – Podjęta w artykule analiza znaczenia najważniejszych walut międzynarodowych wykorzystywanych jako bezpieczna przystań w okresach wzrostu niepewności pokazuje istotność problemu i implikuje konieczność podjęcia dalszych badań nad tą problematyką w kontekście korzyści wykorzystania walut safe haven przez inwestorów na świecie.

Słowa kluczowe: waluta międzynarodowa, kryzys finansowy, bezpieczna przystań

SAFE HAVEN INTERNATIONAL CURRENCIES IN TIME OF CRISIS²

Summary

Purpose – The aim is to assess the importance of the most significant international currencies as safe haven currencies in the context of their position in the global economy in the light of the worldwide literature.

Research method – The basic research methods used in the article are the study of world literature and the analysis of statistical data delivered by the European Central Bank and the Bank for International Settlements.

¹ Artykuł wpłynął 7 grudnia 2020 r., zaakceptowano 25 stycznia 2021 r.

² Article received on 7 December 2020, accepted on 25 January 2021.

Results – It is widely believed that the most important international currencies, the US dollar, the euro and the yen, also act as a safe haven. The conclusions from the analysis show that not all international currencies are equally considered as a safe haven. The most important safe haven currencies are the Swiss franc, the yen, the US dollar and, to a lesser extent, the euro. Performing the function of an international currency by the domestic currency predisposes it to be a safe haven, but this does not mean that it cannot be a currency that does not belong to the group of the most important international currencies.

Implications / recommendations – The analysis of the significance of international currencies used as a safe haven in times of financial and economic crises, presented in the article, shows the importance of the problem and implies the need to undertake further research into this issue in the context of the benefits of using safe haven currencies by investors operating in the global economy.

Keywords: international currency, financial crisis, safe haven currencies

JEL Classification: F310, E440, G010

1. Wstęp

Inwestorzy w okresach kryzysu poszukują aktywów, które zapewnią bezpieczeństwo inwestycji, często wykorzystując do tego aktywa, które uważane są za „bezpieczną przystań”. W stabilnych okresach aktywa te mogą charakteryzować się zarówno dodatnią, jak i ujemną korelacją z ryzykownymi aktywami, ale w okresach kryzysowych, aby stabilizować portfel inwestora, powinny wykazywać już tylko korelację ujemną. Do grupy tradycyjnych i powszechnie wskazywanych aktywów safe haven, zyskujących na znaczeniu w okresach negatywnych szoków, zaliczamy m.in.: instrumenty dłużne najważniejszych gospodarek światowych, surowce i metale szlachetne, w tym przede wszystkim złoto [Baur, McDermott, 2016, s. 70-71] oraz waluty międzynarodowe.

O. Hossfeld i R. MacDonald [2015, s. 1-2] wskazują, że w okresach podwyższenia napięcia na międzynarodowych rynkach finansowych kursy walutowe charakteryzują się dużą zmiennością. Waluty, które mają tendencję do aprecjacji w czasach kryzysu, często określane są jako waluty „safe haven”. Powszechnie uważa się, że najważniejsze waluty międzynarodowe: dolar amerykański, euro i jen pełnią również funkcję bezpiecznej przystani. O. Hossfeld i R. MacDonald [2015, s. 18-19] twierdzą, że nie ma znaczenia, czy aprecjacja kursu jest reakcją na fundamentalne cechy waluty, które wspierają jej status bezpiecznej przystani i są spowodowane przepływami kapitału przez inwestorów, którzy wierzą, że dany obszar walutowy jest bezpiecznym miejscem do lokowania kapitału w czasie kryzysu, czy też wynika z wycofywania się z transakcji spekulacyjnych, podczas których inwestorzy starają się wykorzystać różnice stóp procentowych, aby osiągnąć wyższą rentowność (*carry trade*). D.G. Baur i B.M. Lucey [2010, s. 218-219] mianem „bezpiecznej przystani” określają waluty, które zyskują, kiedy wzrasta awersja do ryzyka na rynkach finansowych lub fundamenty gospodarek stają się niepewne. „Bezpieczną przystań” definiują jako składnik aktywów, który jest nieskorelowany lub ujemnie skorelowany z innym aktywem lub portfelem w czasach napięć

rynkowych lub zawirowań w krajowej bądź światowej gospodarce prowadzących do ograniczeń w płynności. Według A. Kaula i S. Sappa [2006, s. 761-762] „bezpieczna przystań” oznacza aktywa o niskim ryzyku inwestycyjnym i dużej płynności. Natomiast A. Ranaldo i P. Söderlind [2010, s. 387] definiują „bezpieczną przystań” jako składnik portfela inwestycyjnego, którego rentowność jest niezwiązana lub ujemnie powiązana ze zwrotem z pozostałych aktywów znajdujących się w portfelu inwestycyjnym.

Artykuł ma charakter przeglądowy, a jego celem jest ocena znaczenia najważniejszych walut międzynarodowych jako walut safe haven w kontekście ich pozycji w światowej gospodarce w świetle literatury problemu. Analiza prowadzona w artykule skupia się jedynie na fiducjarnych walutach międzynarodowych, nie uwzględniając innych aktywów safe haven i stanowi podstawę dla odpowiedzi na pytanie, czy najważniejsze waluty międzynarodowe są zarazem najważniejszymi walutami safe haven. W tym kontekście można rozważyć uznanie funkcji bezpiecznej przystani jako istotnej funkcji walut międzynarodowych. Podstawowe metody badawcze wykorzystane w artykule to studia literatury światowej oraz analiza danych statystycznych, których źródłem jest Europejski Bank Centralny i Bank Rozrachunków Międzynarodowych.

2. Waluty międzynarodowe

Waluty międzynarodowe wykorzystywane są przez rezydentów państw niebędących ich emitentami. Spełniają one te same funkcje co pieniądź krajowy, tj.: funkcję środka tezauryzacji, środka płatniczego i jednostki rozliczeniowej. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że waluta międzynarodowa jest wykorzystywana do transakcji realizowanych przez nierezydentów z rezydentami kraju-emitenta oraz z rezydentami krajów trzecich poza granicami kraju lub obszaru gospodarczego, który ją emituje [Chinn, Frankel, 2005, s. 4]. Funkcje pieniądza międzynarodowego odnoszą się do sektora prywatnego (waluta inwestycyjna, transakcyjna w handlu międzynarodowym i w wymianie walut oraz waluta fakturowania i notowania cen) i publicznego (waluta rezerwowa, interwencyjna i odniesienia dla kursów walutowych) [Kenen, 1983, s. 16]. Do głównych czynników wpływających na wykorzystanie waluty krajowej jako waluty międzynarodowej należą: wielkość gospodarki emitenta oraz jej pozycja w światowej wymianie handlowej, zaufanie do waluty wynikające z polityki gospodarczej oraz politycznych uwarunkowań danego państwa lub obszaru gospodarczego emitującego walutę. Istotne znaczenie ma również efektywny, płynny, bezpieczny i konkurencyjny rynek finansowy, na którym dostępne są najbardziej wyszukane instrumenty finansowe denominowane w tej walucie oraz efekt zewnętrznej sieci, który zwiększa częstotliwość wykorzystania danej waluty, ograniczając zarazem możliwość pojawienia się dla niej konkurencji [Galati, Wooldridge, 2006, s. 2-3]. Wszystkie te czynniki mają również znaczenie w przypadku pełnienia przez walutę funkcji bezpiecznej przystani.

Stabilność gospodarcza i polityczna jest podstawowym warunkiem zapewnienia niskiego i stabilnego poziomu inflacji, której znaczący wzrost może negatywnie wpłynąć na wykorzystanie danej waluty na rynkach długu ze względu na wzrost stóp procentowych oraz powodować większą zmienność kursu walutowego. Kluczowym elementem jest również rozwinięty rynek finansowy, który charakteryzuje się brakiem ograniczeń przy dokonywaniu transakcji przez podmioty z innych krajów. Preregulowany rynek finansowy, charakteryzujący się ograniczeniami swobody przepływu kapitału, jest nieefektywny m.in. ze względu na ograniczoną konkurencję, co prowadzi do zawyżania kosztów transakcyjnych. Ważna jest także instytucjonalna strona rynku finansowego z silnym bankiem centralnym, instytucjami nadzorującymi i dużym sektorem finansowym. Istotny jest również odpowiednio rozwinięty i płynny rynek wtórny, który pozwala jego uczestnikom szybko budować lub likwidować duże pozycje bez obawy o utratę kapitału. Dodatkowo im częściej na rynku finansowym korzysta się z konkretnej waluty, tym większe prawdopodobieństwo dalszego jej stosowania (im częściej jest wykorzystywana, tym niższe są koszty transakcyjne i wyższa jej płynność). Równie istotnym elementem jest siła przyzwyczajenia. Wszystkie powyższe warunki wypełniane są przez Stany Zjednoczone, Unię Gospodarczą i Walutową i Japonię [Pszczółka, 2011].

Kluczowym czynnikiem dla międzynarodowej pozycji waluty oraz jej potencjału jako bezpiecznej przystani jest jej płynność na światowym rynku walutowym. Analiza danych dotyczących transakcji na rynku walutowym w okresie ostatnich trzech dekad uwidacznia stałą przewagę waluty amerykańskiej. Drugą najważniejszą walutą tego rynku jest euro, a trzecią jen. W 2019 r. prawie w 88% transakcji uczestniczył dolar amerykański, w ponad 31% euro, w prawie 22% jen. Udział funta brytyjskiego i franka szwajcarskiego systematycznie spada i obecnie wynosi dla waluty brytyjskiej 12,8%, a dla szwajcarskiej 4,8%. Należy zwrócić uwagę również na systematyczny wzrost znaczenia dolara kanadyjskiego (5,1%) oraz chińskiego juana (4%). Potwierdzeniem dominacji dolara amerykańskiego i euro na rynku walutowym jest udział tej pary walutowej w obrotach – na poziomie 23%. Drugą najważniejszą parą jest dolar i jen z 17% udziałem w rynku walutowym, a trzecią dolar amerykański i funt brytyjski (9%). Udział pary dolara amerykańskiego z dolarem kanadyjskim wyniósł ponad 4%, a z frankiem szwajcarskim 3,6%. Dominację dolara amerykańskiego potwierdza także niski udział par walutowych z euro, np. z frankiem szwajcarskim wynosi on jedynie 1% [BIS, 2019, s. 9-14]. Potwierdzeniem dominacji dolara amerykańskiego jest jego znaczenie jako waluty rezerwowej oraz waluty, w której denominowane są depozyty i kredyty międzynarodowe. W 2019 roku 60,9% rezerw walutowych na świecie było denominowanych w dolarze amerykańskim, 20,5% w euro, 5,7% w jenie, 4,6% w funcie brytyjskim, 1,9% w dolarze kanadyjskim i 0,2% we franku szwajcarskim. Euro, pomimo statystycznie kluczowej pozycji, stanowiło istotny składnik rezerw walutowych głównie krajów europejskich niebędących członkiem strefy euro. Oznacza to, że w porównaniu do dolara amerykańskiego jest ono przede wszystkim walutą regionalną. Prawie 45% obrotu na światowym rynku walutowym stanowiły transakcje z udziałem dolara amerykańskiego, ponad 25% z euro i ok. 9% z jenem. Podobną dominację waluty

amerykańskiej widać w danych dotyczących międzynarodowych kredytów i depozytów. Ponad 54% kredytów było denominowanych w walucie amerykańskiej, 25% w europejskiej i 4% w japońskiej. W przypadku depozytów było to odpowiednio: 54,5%, 25,8% i 2,5%. Rynek międzynarodowych obligacji także jest zdominowany przez walutę amerykańską. Prawie 64% międzynarodowych papierów dłużnych emitowanych było w dolarze amerykańskim, 22,1% w euro i 2,4% w jenie [ECB, 2020, s. 3-24]. Frank szwajcarski i funt brytyjski nie są uwzględniane w statystykach Europejskiego Banku Centralnego ze względu na znikomy udział tych walut na wspomnianych rynkach.

Powyższe potwierdza, że współcześnie najważniejszymi walutami międzynarodowymi są: dolar amerykański, euro oraz jen, a jako mniej istotne wskazuje się także funta brytyjskiego, dolara kanadyjskiego. Natomiast frank szwajcarski w kontekście pełnienia funkcji waluty międzynarodowej jest nieistotny.

3. Waluty safe haven – przegląd literatury

Podczas kryzysów finansowych waluty krajów niebędących emitentami walut międzynarodowych (nawet jeżeli nie są w centrum kryzysu) najczęściej tracą na wartości w stosunku do: dolara amerykańskiego, jena japońskiego, franka szwajcarskiego i euro. W przypadku wielu walut deprecjacja ich kursów następuje także w ciągu roku po kryzysie [Kohler, 2010, s. 49], czego przykładem może być kurs złotego podczas kryzysu finansowego 2007+. W literaturze przedmiotu prowadzona jest szeroka analiza zmian kursów walut powszechnie uznawanych za safe haven.

R. Fatum i Y. Yamamoto [2014] przeprowadzili analizę zachowania kursów głównych walut międzynarodowych w okresie kryzysu finansowego 2007+. Autorzy badali, czy zachowanie walut międzynarodowych wykorzystywanych jako bezpieczna przystań w czasie światowego kryzysu finansowego jest unikalne dla tego konkretnego kryzysu, czy też ma charakter ogólny. Rozszerzyli analizę także o zachowanie walut safe haven przed i po globalnym kryzysie finansowym, uwzględniając oddzielnie analizy okresów: przed kryzysem od 1 stycznia 1999 r. do 31 lipca 2007 r., w trakcie kryzysu od 1 sierpnia 2007 r. do 31 stycznia 2009 r. oraz po kryzysie od 1 lutego 2009 r. do 29 lutego 2012 r. R. Fatum i Y. Yamamoto [2014, s. 21-22] wskazują, że w trakcie kryzysu finansowego 2007+ najbezpieczniejszą walutą okazał się jen, a następnie frank szwajcarski i dolar amerykański. Z ich badań wynika, że jen zyskuje na wartości wraz ze wzrostem niepewności rynkowej niezależnie od jej poziomu, podczas gdy w przypadku pozostałych najważniejszych walut międzynarodowych poziom tej niepewności ma znaczenie. W przypadku franka szwajcarskiego związek między niepewnością a aprecjacją znika, gdy niepewność przekroczy pewien poziom, podobnie jest w przypadku funta brytyjskiego i euro. M.M. Habib i L. Stracca [2011, s. 21] uważają, że siła euro jako waluty safe haven maleje w miarę wzrostu niepewności. Do podobnych wniosków doszli także O. Hossfeld i R. MacDonald [2015, s. 18-19]. R. Fatum i Y. Yamamoto [2014] wskazują, że w okresie od 1 stycznia 1999 r. do 31 lipca 2007 r. wszystkie analizowane

kluczowe waluty międzynarodowe, oprócz dolara kanadyjskiego, w miarę wzrostu niepewności rynkowej umacniają się w stosunku do dolara amerykańskiego. Najbardziej umacniał się frank szwajcarski oraz jen. W tym kontekście najbezpieczniejszą przystanią jest waluta szwajcarska. W okresie pokryzysowym od lutego 2009 r. do lutego 2012 r. wraz ze wzrostem niepewności tylko jen umacniał się w stosunku do dolara amerykańskiego. Z kolei wszystkie pozostałe badane waluty w takiej sytuacji traciły na wartości w stosunku do waluty amerykańskiej. Autorzy, porównując wszystkie analizowane okresy, uważają, że w żadnym z nich dolar amerykański nie jest najbezpieczniejszą walutą safe haven. O ile jednak wzrost niepewności rynkowej w okresie przedkryzysowym wiąże się z deprecjacją dolara w stosunku do większości głównych walut, o tyle w okresie kryzysu wzrost niepewności wiąże się z aprecjacją dolara w stosunku do wszystkich z wyjątkiem franka szwajcarskiego i jena, a po kryzysie – wszystkich oprócz jena. Oznacza to, że najbezpieczniejszą walutą safe haven w całym badanym okresie był jen. Należy też podkreślić, że dolar amerykański, pomimo bycia najważniejszą walutą międzynarodową, w żadnym z analizowanych przez autorów okresów nie został wskazany jako najbezpieczniejsza waluta safe haven. Podobnie uważają A. Ranaldo i P. Söderlind [2010, s. 402-404]. Stwierdzili oni, że okresy wysokiej awersji do ryzyka zwykle związane są z generalną aprecjacją dolara amerykańskiego, która nie dotyczy jednak zmian względem jena i franka szwajcarskiego. W swoich badaniach potwierdzają to także R. De Bock i I. de Carvalho Filho [2013]. Również J. Cairns, C. Ho i R. McCauley [2007, s. 44-47] stwierdzili, że frank szwajcarski i jen mają tendencję do umacniania się względem dolara, gdy wzrasta poziom ryzyka, a dolar amerykański ma tendencję do umacniania się w tych okresach w stosunku do wielu innych walut, zwłaszcza tych z rynków wschodzących, co czyni go bezpieczną przystanią szczególnie w stosunku do nich. A. Ranaldo i P. Söderlind [2010, s. 386] analizowali zmiany kursu walutowego franka szwajcarskiego, euro, funta brytyjskiego i jena do dolara amerykańskiego zaraz po ataku na nowojorski WTC 11 września 2001 r. oraz madrycki dworzec kolejowy 11 marca 2004 r. Waluta szwajcarska zyskała 3% w stosunku do dolara w ciągu dwóch godzin po pierwszej katastrofie samolotu 11 września 2001 r. i 1% w ciągu czterech godzin po pierwszym wybuchu bomby w Madrycie. Oznacza to, że pomimo istotnej zależności kursu dolara amerykańskiego od poziomu ryzyka panującego na rynkach finansowych, to frank szwajcarski i jen (w znacznie mniejszym stopniu euro) mają istotne cechy bezpiecznych przystani. Dodatkowo A. Ranaldo i P. Söderlind [2010, s. 402-404] na podstawie badań danych za lata 1993–2008 wskazują, że frank szwajcarski i jen rosną wraz ze spadkiem cen akcji w Stanach Zjednoczonych oraz wzrostem cen obligacji i wzrostem zmienności kursu walutowego. W takiej sytuacji wspólna waluta europejska reaguje słabiej, natomiast funta brytyjskiego w ogóle nie można uznać za bezpieczną przystań.

D. Botman, I. de Carvalho Filho i W. R. Lam [2013, s. 16] również wskazują, że jen zyskiwał na wartości wobec dolara amerykańskiego i euro w wyniku pojawiania się napięć w światowej gospodarce oraz niepewności politycznej, potwierdzając jego dominującą pozycję jako waluty safe haven. Światowy kryzys finansowy 2007+

spowodował aprecjację realnego kursu jena o ponad 20 %. Jen umocnił się w stosunku do euro także podczas kryzysu zadłużenia Grecji w maju 2010 r. oraz w lutym 2013 r. w wyniku niepewności co do wyniku wyborów we Włoszech. Nawet wielkie trzęsienie ziemi we wschodniej Japonii z 11 marca 2011 r. spowodowało aprecjację jena. Wynikało to z oczekiwania na znaczną repatriację aktywów zagranicznych przez japońskie firmy ubezpieczeniowe (co w rzeczywistości nie nastąpiło).

M.M. Habib i L. Stracca [2011] skupili się na analizie fundamentów walut uznawanych za safe haven. Przeanalizowali zachowanie się 52 walut zarówno z krajów rozwiniętych, jak i rozwijających się. Autorzy wskazali trzy warunki, jakie muszą być spełnione, aby waluta miała status bezpiecznej przystani. Po pierwsze, bezpieczny i obarczony niskim ryzykiem gospodarczym i politycznym kraj lub obszar gospodarczy emitujący tę walutę. Szczególnie istotne jest to w czasach wysokiej awersji do ryzyka na rynku finansowym. Po drugie, wielkość i płynność rynku finansowego emitenta tej waluty, która miała szczególne znaczenie w trakcie kryzysu finansowego 2007+, podczas którego globalna awersja do ryzyka spowodowała znaczne ograniczenie płynności na wielu rynkach na świecie. Po trzecie, zglobalizowany rynek finansowy. Dodatkowo kraje emitujące waluty safe haven mają zwykle niskie stopy procentowe i często nadwyżkę w rachunku finansowym bilansu płatniczego [Habib, Stracca, 2011, s. 17-19], a ich waluty są składnikiem oficjalnych rezerw walutowych na świecie [Beck, Rahbari, 2008, s. 6-8]. Do powyższych warunków należy dodać również historyczne zachowanie się danej waluty w okresach niepewności, które zdarzyły się w gospodarce światowej w przeszłości [Habib i in., 2020, s. 16]. Wskazania tych autorów pokrywają się z czynnikami, które determinują umiędzynarodowienie waluty. M.M. Habib, L. Stracca i F. Venditti [2020, s. 16] dodają, że poziom ryzyka politycznego i rozmiar rynku finansowego, ze szczególnym znaczeniem jego dłużnego segmentu, są głównie istotne dla oceny walut z gospodarek rozwiniętych, natomiast pozostałe wymienione warunki także dla walut gospodarek wschodzących.

Chociaż idealna bezpieczna przystań powinna być raczej miejscem odizolowanym od zawirowań kryzysowych, to jednak obecnie w czasach globalnych rynków finansowych jest to raczej niemożliwe. W tym kontekście autorzy wskazują na pewien paradoks. Pomimo tego, że światowy kryzys finansowy 2007+ został zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych, to i tak doprowadził do aprecjacji dolara amerykańskiego, co potwierdziło wieloletni status dolara jako waluty safe haven. Jego potwierdzeniem było także zachowanie się waluty amerykańskiej w okresach napięć w latach 70. i 80. XX wieku [Froot, Thaler, 1990, s. 183-185], podczas azjatyckiego kryzysu finansowego lat 1997-1998 i kryzysu po niewypłacalności Rosji w sierpniu 1998 r. [Kohler, 2010, s. 39-40] oraz w okresie ryzyka związanego z rokiem 2000, czyli możliwości wystąpienia tzw. milenijnej „pluskwy” [Kaul, Sapp, 2006, s. 761-770]. A. Janssen i R. Studer [2017, s. 18] wskazują, że dodatkowym kluczowym warunkiem dla statusu waluty safe haven jest wiarygodność banku centralnego i podejmowane przez niego działania. Posłużyli się przykładem Narodowego Banku Szwajcarii, który od września 2011 r. do stycznia 2015 r. kontrolował kurs franka szwajcarskiego do euro i uniemożliwiał jego dalszą aprecja-

cję ponad poziom 1,20, tłumiąc w ten sposób wrażliwość kursu EUR/CHF na globalne ryzyko rynkowe.

R.N. McCauley i P. McGuire [2009, s. 87] wskazują, że podczas kryzysów, oprócz poszukiwania bezpiecznej przystani, drugim źródłem presji na aprecjację walut międzynarodowych safe haven było odwrócenie transakcji *carry trade*. Dotyczy to przede wszystkim dolara amerykańskiego i jena. Klasyczny *carry trade* polega na zakupie instrumentów denominowanych w walutach przynoszących wyższe stopy zwrotu finansowanym zobowiązaniem w walutach o niskich stopach zwrotu (np. jen). W okresach napięć na rynkach następuje zamknięcie pozycji wysokodochodowych i splacenie zobowiązań zaciągniętych w walutach niskoodsetkowych, które są zarazem bezpiecznymi przystaniami. Ten przepływ kapitału wzmacnia procesy aprecjacyjne walut safe haven. R.N. McCauley i P. McGuire [2009, s. 86-92] uważają, że w przypadku jena i franka szwajcarskiego to niski koszt kapitału jest istotniejszy niż strukturalne cechy gospodarek je emitujących. Oznacza to, że waluty mające status bezpiecznej przystani często służą jako waluta finansowania transakcji typu *carry trade*, co w momencie pojawienia się kryzysu i konieczności ich odwrócenia prowadzi do bardziej dynamicznego umocnienia się waluty safe haven.

O. Hossfeld i R. MacDonald [2014, s. 18-19] uważają, że najważniejszymi fundamentalnie walutami safe haven są frank szwajcarski i dolar amerykański oraz w mniejszym stopniu jen. Waluta szwajcarska i amerykańska kwalifikują się jako bezpieczna przystań, gdyż są ujemnie skorelowane ze stopami zwrotu z ryzykownych inwestycji. Natomiast znaczna aprecjacja jena w czasie kryzysu wynika przede wszystkim z jego istotnego udziału w transakcjach typu *carry trade* oraz wycofywania się z nich inwestorów w trakcie wzrostu napięć w światowej gospodarce. Dodatkowo autorzy wskazują, że na podstawie ich badań najmniej bezpieczną przystanią ze wszystkich walut międzynarodowych jest wspólna waluta europejska, gdyż jej kurs nie wykazuje znacznych zmian w okresach kryzysowych. Ponadto autorzy wskazują, że jedynie frank szwajcarski kwalifikuje się jako bezpieczna przystań w stosunku do euro, a nie jak powszechnie się twierdzi – dolar amerykański.

Potwierdzeniem powyższych wniosków jest także zachowanie walut w trakcie kryzysu COVID-19 w marcu 2020 r. W centralnym momencie paniki na rynkach finansowych nastąpiło skokowe osłabienie dolara amerykańskiego do jena i franka szwajcarskiego oraz umocnienie do euro i większości walut gospodarek rozwijających się, także do złotego. Oznacza to, że waluta szwajcarska, podobnie jak w przypadku wcześniejszych kryzysów (m.in. kryzysu finansowego 2007+), była kluczową walutą safe haven, natomiast dolar amerykański był bezpieczną przystanią, ale nie w stosunku do wszystkich walut. Charakterystyczną cechą zachowań inwestorów podczas kryzysu COVID-19 było poszukiwanie płynności, co wzmocniło znaczenie walut międzynarodowych jako bezpiecznej przystani kosztem innych tradycyjnych aktywów, które historycznie również do tej kategorii są zaliczane, np. złota [Cheema, Faff i Szulczyk, 2020, s. 107].

4. Kryptowaluty – jednak nie safe haven

W literaturze przedmiotu również kryptowaluty wskazywane są jako bezpieczna przystań. Szczególnie dotyczy to bitcoina, który nazywany jest przez niektórych „cyfrowym złotem” [Popper, 2015]. Od takiego stwierdzenia dystansuje się Światowa Rada Złota [World Gold Council, 2017, s. 3], wskazując, że bitcoin może stać się elementem systemu finansowego, ale nie zastąpi w nim złota. A.H. Dyhrberg [2015, s. 140-143] podjął próbę oceny możliwości wykorzystania bitcoina jako zabezpieczenia w stosunku do dolara amerykańskiego oraz rynku akcji, jednak wniośki z jego analizy każą obecnie odrzucić bitcoina jako walutę safe haven. E. Buri, P. Molnar, G. Azzi, D. Roubaud, L.I. Hagfors [2017, s. 193-197] uważają, że pomimo rosnącego zainteresowania bitcoinem w literaturze przedmiotu brakuje empirycznych dowodów na możliwość jego wykorzystania jako bezpiecznej przystani wobec innych aktywów, w szczególności wobec: głównych światowych akcji, obligacji, ropy naftowej, złota czy też głównych walut międzynarodowych. Z ich badań wynika, że bitcoin może być w większości przypadków aktywem dywersyfikującym portfel inwestycyjny, nie może być jednak wykorzystywany jako zabezpieczenie i waluta safe haven. Dodatkowo elementem dyskwalifikującym jest ograniczona płynność i kapitalizacja rynków kryptowalut w stosunku do konwencjonalnych walut oraz znaczna zmienność ich kursu (ceny). Powyższe analizy potwierdzają także wyniki badań M.A. Cheema, R. Faffa i K.R. Szulczyka [2020, s.107], które wskazują, że kryptowaluty nie były wykorzystane jako bezpieczna przystań także podczas kryzysu COVID-19.

5. Podsumowanie

Wnioski z analiz prowadzonych na świecie badań pokazują, że nie wszystkie waluty międzynarodowe są w równym stopniu bezpieczną przystanią. Najważniejszymi walutami safe haven są: frank szwajcarski, jen, dolar amerykański oraz w mniejszym stopniu euro. Waluta szwajcarska wskazywana jest w badaniach jako najistotniejsza bezpieczna przystań, w większości przypadków ważniejsza również od dolara amerykańskiego. W kontekście wyników analizowanych badań i znaczenia franka szwajcarskiego jako bezpiecznej przystani można stwierdzić, że waluty międzynarodowe spełniają funkcje waluty safe haven. Z jednej strony, status bezpiecznej przystani nie jest warunkowany pełnieniem także roli kluczowej waluty międzynarodowej. Z drugiej natomiast, najważniejsze waluty międzynarodowe: dolar amerykański, euro i jen pełnią również funkcje bezpiecznej przystani. Należy jednak zaznaczyć, że status najważniejszej waluty międzynarodowej nie powoduje automatycznego pełnienia funkcji najważniejszej waluty safe haven. Wypełnienie przez walutę funkcji waluty międzynarodowej predysponuje ją do bycia jedną z najważniejszych walut safe haven, nie oznacza jednak, że tego typu walutą nie mogą być też waluty niebędące w grupie najważniejszych walut międzynarodowych. Należy także zaznaczyć, że wskazywane w literaturze kryptowaluty nie spełniają warunków bezpiecznej przystani. Zaskakujące jest jednak to, że najważniejsza

bezpieczną przystanią jest waluta, która ma niski udział w transakcjach na rynku walutowym oraz pomijalny w rezerwach walutowych na świecie. Najważniejsze w przypadku franka szwajcarskiego okazują się cechy strukturalne Szwajcarii, przede wszystkim: stabilność polityczna i gospodarcza, niska inflacja, zaufanie do banku centralnego oraz ponadprzeciętne oficjalne rezerwy walutowe.

Literatura

- Baur D.G., Lucey B.M., 2010, *Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold*, „Financial Review”, vol. 45, iss. 2, pp. 217-229, DOI: 10.1111/j.1540-6288.2010.00244.x.
- Baur D.G., McDermott T.K.J., 2016, *Why is gold a safe haven?*, „Journal of Behavioral and Experimental Finance”, vol. 10, iss. 6, pp. 63-71, DOI: 10.1016/j.jbef.2016.03.002.
- Beck R., Rahbari E., 2008, *Optimal reserve composition in the presence of sudden stops the euro and the dollar as safe haven currencies*, „ECB Working Paper”, no. 916, pp. 1-48.
- BIS, 2019, *Triennial Central Bank survey. Foreign exchange turnover in April 2019*, September 16, https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.pdf [data dostępu: 16.01.2021].
- de Bock R., de Carvalho Filho I., 2013, *The behavior of currencies during risk off episodes*, „IMF Working Paper”, no. 13/08, pp. 1-34.
- Botman D., de Carvalho Filho I., Lam W.R., 2013, *The curious case of the yen as a safe haven currency: a forensic analysis*, „IMF Working Paper”, no. 13/228, pp. 1-21.
- Buri E., Molnar P., Azzi G., Roubaud D., Hagfors L.I., 2017, *On the hedge and safe haven properties of bitcoin: is it really more than a diversifier?*, „Finance Research Letters”, vol. 20, pp.192-198, DOI: 10.1016/j.frl.2016.09.025.
- Cairns J., Ho C., McCauley R., 2007, *Exchange rates and global volatility: implications for Asia-Pacific currencies*, „BIS Quarterly Review”, March, pp. 41-52.
- Cheema M.A., Faff R., Szulczyk K.R., 2020, *The 2008 global financial crisis and COVID-19 pandemic: how safe are the safe haven assets?*, „Covid Economics Vetted and Real-Time Papers”, CEPR, iss. 34, pp. 88-115, DOI: 10.2139/ssrn.3590015.
- Chinn M., Frankel J., 2005, *Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency*, „NBER Working Paper”, no. 11510, pp. 1-41, DOI: 10.3386/w11510.
- Dyhrberg A.H., 2015, *Hedging capabilities of bitcoin. Is it the virtual gold?*, „Finance Research Letters”, vol. 16, pp. 139-144, DOI: 10.1016/j.frl.2015.10.025.
- ECB, 2020, *The international role of the euro*, June.
- Fatum R., Yamamoto Y., 2014, *Intra-safe haven currency behavior during the global financial crisis*, „Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper”, no. 199, DOI: 10.24149/gwp199.
- Froot K., Thaler R., 1990, *Anomalies: foreign exchange*, „Journal of Economic Perspectives”, vol. 4, no. 3, pp. 179-192, DOI: 10.1257/jep.4.3.179.
- Galati G., Wooldridge P., 2006, *The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar?*, „BIS Working Papers”, no. 218, pp. 1-35.

- Habib M.M., Stracca L., 2011, *Getting beyond carry trade what makes a safe haven currency?*, „ECB Working Paper”, no. 1288.
- Habib M.M., Stracca L., Venditti F., 2020, *The fundamentals of safe assets*, „Journal of International Money and Finance”, vol. 102, iss. 4, pp. 1-17, DOI: 10.1016/j.jimonfin.2019.102119.
- Hossfeld O., MacDonald R., 2015, *Carry funding and safe haven currencies: a threshold regression approach*, „Journal of International Money and Finance”, vol. 59, pp. 185-202, DOI: 10.1016/j.jimonfin.2015.07.005.
- Janssen A., Studer R., 2017, *The Swiss franc's honeymoon*, „University of Zurich ECON Working Papers”, no. 170, pp. 1-41.
- Kaul A., Sapp S., 2006, *Y2K fears and safe haven trading of the U.S. dollar*, „Journal of International Money and Finance”, vol. 25, iss. 5, pp. 760-779, DOI: 10.1016/j.jimonfin.2006.04.003.
- Kenen P.B., 1983, *The role of the dollar as a international currency*, „Group of Thirty Occasional Papers”, no. 13.
- Kohler M., 2010, *Exchange rates during financial crises*, „BIS Quarterly Review”, March, pp. 39-50.
- McCauley R.N., McGuire P., 2009, *Dollar appreciation in 2008: safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging*, „BIS Quarterly Review”, December, pp. 85-93.
- Popper N., 2015, *Digital gold: the untold story of bitcoin*, Penguin, London.
- Pszczółka I., 2011, *Współczesne waluty międzynarodowe*, Cedewu, Warszawa.
- Ranaldo A., Söderlind P., 2010, *Safe haven currencies*, „Review of Finance”, vol. 14, iss. 3, pp. 385-407, DOI: 10.1093/rof/rfq007.
- World Gold Council, 2018, *Cryptocurrencies are no substitute for gold*, Investment update, January 25, <https://www.gold.org/download/file/8275/cryptocurrencies-are-no-substitute-for-gold.pdf> [data dostępu: 20.05.2020].