

Andrzej Buszko

PODSTAWOWE ŹRÓDŁA KRYZYSÓW WALUTOWYCH

1. Wstęp

Kurs walutowy jest istotnym instrumentem oddziaływania na politykę makroekonomiczną. Niewłaściwy jego poziom, dynamika są bezpośrednią przyczyną kryzysów walutowych, a w następstwie doprowadzają nawet do poważnej destabilizacji i nierównowagi makroekonomicznej. Relatywnie szybko może bowiem doprowadzić do kryzysu bankowego, zadłużeniowego, utraty zasobów dewizowych, wystąpienia inflacji. Brak jest jednoznacznych i jedynie słusznych dróg postępowania pozwalających na całkowite wyeliminowanie ryzyka kryzysu walutowego. Po roku 1990 w wielu krajach wystąpiły poważne kryzysy walutowe. Przytacza się przede wszystkim przypadki Malezji, Indonezji, Meksyku, Węgier, Rosji, Brazylii, Chile, Meksyku, Czech i Argentyny. Każdy z omawianych kryzysów posiadał szereg cech wspólnych, ale występowały także znaczne różnice. Pewne podobieństwo występuje przy analizie deficytów budżetowych oraz długu publicznego. Mylące jest jednak twierdzenie, iż główną przyczyną kryzysu są wyłącznie wysoki deficyt budżetowy oraz wysoki poziom długu publicznego.

Kryzys walutowy pojawił się przecież w tych krajach, w których notowano stabilną sytuację finansową państwa (Meksyk, Korea Południowa) oraz relatywnie niski poziom długu publicznego (Czechy). Przykładowo w latach 1990-2001 deficyt budżetowy Meksyku nie przekroczył 3% w stosunku do PKB. Co więcej w 1992 r. odnotowano nadwyżkę budżetową na poziomie 1,6% PKB (16 mld peso), a w 1993 r. 0,4% PKB (41,6 mld peso) [1, s. 71]. Prócz samej wielkości deficytu lub długu ważniejsze wydają się być struktura zadłużenia i deficytu budżetowego. Szczególnie istotne są zobowiązania krótkoterminowe. Bardzo łatwo jest bowiem utracić równowagę makroekonomiczną w sytuacji znacznych zobowiązań krótkoterminowych, przy niewielkim nawet poziomie deficytu lub długu publicznego [2, s. 21].

Każdy z przytoczonych krajów, które doznały kryzysów walutowych, charakteryzuje się odmiennym potencjałem, strukturą, dynamiką PKB oraz innymi podstawowymi parametrami ekonomicznymi. Z tego względu kryzys walutowy w każdym z analizowanych przypadków może przebiegać odmiennie [14, s. 7].

Z drugiej jednak strony występuje wiele teoretycznych przesłanek do wskazania ścisłych związków pomiędzy istotnymi parametrami ekonomicznymi a ich wpływem na poziom kursu walutowego [5, s. 3].

Do dalszego wywodu przyjęto następujące założenia:

- analiza dotyczy gospodarki rynkowej, otwartej na wymianę zagraniczną,
- waluta jest przynajmniej wewnątrznie wymienialna,
- brak jest ograniczeń w przepływie kapitału,
- bank centralny dysponuje instrumentami pośrednimi w stosunku do uczestników rynku finansowego,
- istnieje wykształcony rynek kapitałowy.

2. Podstawowe zależności ekonomiczne

Przy powyższych założeniach na poziom kursu walutowego wpływ będą miały następujące zależności ekonomiczne:

$$M \times V = P \times Q, \quad (1)$$

gdzie: M – ilość pieniądza w obiegu,
 V – szybkość jego obiegu,
 P – poziom cen,
 Q – ilość towarów i usług.

$$PKB = I + C + WR + Sob, \quad (2)$$

gdzie: PKB – produkt krajowy brutto,
 I – inwestycje,
 C – konsumpcja,
 WR – wydatki rządowe,
 Sob – saldo obrotów bieżących.

$$M / P = H(Y, i, c), \quad (3)$$

gdzie: M – nominalny zasób pieniądza,
 P – poziom cen,
 H – funkcja oparta na następujących zmiennych,
 Y – realny PKB,
 i – nominalna stopa procentowa,
 c – szybkość zamiany aktywów na pieniądź.

$$r = i - f, \quad (4)$$

gdzie: r – realna stopa procentowa,
 i – nominalna stopa procentowa,
 f – stopa inflacji.

$$z = \frac{Et \times P1}{P}, \quad (5)$$

gdzie: z – realna stopa procentowa,
 $P1$ – wskaźnik cen krajowych,
 Et – bieżący kurs walutowy,
 P – wskaźnik cen krajowych.

$$Sob = -(1 + r)F, \quad (6)$$

gdzie: Sob – saldo obrotów bieżących,
 r – realna stopa procentowa,
 Et – bieżący kurs walutowy,
 F – stan aktywów zagranicznych (kapitałów przeznaczonych na obsługę).

$$D - W = rZ, \quad (7)$$

gdzie: D – dochody budżetu,
 W – wydatki budżetu,
 r – stopa procentowa,
 Z – zadłużenie.

$$Bpl = H(Sob + Sobf + Sobk), \quad (8)$$

gdzie: Bpl – bilans płatniczy,
 H – funkcja zależności,
 Sob – saldo obrotów bieżących,
 $Sobf$ – saldo obrotów finansowych,
 $Sobk$ – saldo obrotów kapitałowych.

$$p = i + \frac{Zt - Et}{Et}, \quad (9)$$

gdzie: p – parytet stopy procentowej z pokryciem,
 i – nominalna stopa procentowa,
 Zt – walutowy kurs terminowy,
 Et – bieżący kurs walutowy.

$$\psi = \frac{Ci \times Et}{Ce}, \quad (10)$$

gdzie: ψ – *terms of trade*,
 C_i – ceny towarów importowanych,
 C_e – ceny towarów eksportowanych,
 E_t – bieżący kurs walutowy.

$$I = H(q, r, PKB), \quad (11)$$

gdzie: I – poziom inwestycji,
 H – funkcja trzech zmiennych,
 q – współczynnik Tobina,
 r – realna stopa procentowa,
 PKB – produkt krajowy brutto.

Powyższe zależności wymagają krótkiego komentarza. Pierwsze równanie jest uproszczonym równaniem Fishera, oddającym związek pomiędzy poziomem cen, ilością pieniądza w obiegu, jego szybkością a ilością towarów i usług dostępnych na rynku. Zależność druga jest przedstawieniem PKB, który rozkłada się na cztery kategorie: inwestycje, konsumpcja, wydatki rządowe oraz saldo obrotów bieżących. W tym ujęciu saldo obrotów bieżących pokrywa się z saldem obrotów handlowych. Funkcja popytu na pieniądz jest zależnością, w której uwzględniony zostaje nominalny zasób pieniądza M , poziom cen, PKB, nominalna stopa procentowa, oraz szybkość zamiany posiadanych aktywów na pieniądz. Realna stopa procentowa jest wynikiem różnicy pomiędzy nominalną stopą procentową a poziomem inflacji. Z kolei realny kurs walutowy wynika z relacji cen krajowych i zagranicznych oraz bieżącego kursu walutowego. Saldo obrotów handlowych skorelowane jest z wielkością posiadanych środków dewizowych. W przypadku deficytu w obrotach handlowych, posiadane zagraniczne środki (najczęściej utożsamiane z kluczowymi walutami będącymi w posiadaniu banku centralnego) pozwalają na aktywną politykę kształtowania kursu walutowego. W sytuacji kiedy dochody budżetu państwa pokrywają się z wydatkami (w tym również bieżącymi zobowiązaniami z tytułu długu publicznego), budżet państwa jest zbilansowany (przejmuje jednocześnie wszelkie zaszłości długu publicznego). Bilans płatniczy jest funkcją trzech podstawowych części składowych: obrotów bieżących, finansowych oraz kapitałowych. Związki pomiędzy tymi poszczególnymi kategoriami są ściśle. Deficyt w obrotach bieżących winien być uzupełniony obrotami finansowymi lub kapitałowymi [11, s. 47]. Parytet stopy procentowej z pokryciem bezpośrednio wiąże się z kursem walutowym oraz nominalną stopą procentową. Przy swobodnym przepływie kapitałów kurs walutowy i stopa procentowa wpływają na poziom depozytów zagranicznych. Inwestorzy dokonują stałych kalkulacji opłacalności lokowania środków na różnych rynkach. Brane są pod uwagę nie tylko obecny i spodziewany kurs walutowy, ale także wysokość stopy procentowej. Międzynarodowy kapitał napływa do tych państw, gdzie:

– opłacalność inwestycji jest najwyższa,

- występuje przewidywalne ryzyko strat,
- istnieje gwarancja złożonych depozytów.

Terms of trade jest alternatywną definicją realnego kursu walutowego, oznacza relację pomiędzy cenami dóbr i usług w eksporcie do cen realizowanych w imporcie. Poziom inwestycji określono funkcją trzech zmiennych, gdzie wysoka realna stopa procentowa działa ujemnie na wartość inwestycji, natomiast wysoki poziom PKB oraz współczynnika Tobina sprzyja wielkości inwestycji [17, s. 38].

Realny kurs walutowy zostaje wyznaczony na podstawie równowagi pomiędzy popytem na walutę oraz poziomem podaży waluty. Popyt na dobra importowane jest ograniczony poprzez poziom zagranicznych cen, bieżący kurs walutowy oraz ceny krajowe. Dochody ludności są istotnym, ale mimo wszystko drugorzędnym czynnikiem wpływającym na wielkość popytu wewnętrznego. Zawsze bowiem realną wielkość konsumpcji dóbr i usług może kształtować odpowiednia wysokość kursu walutowego. Nawet niskie ceny zagraniczne, ale przy jednocześnie wysokim kursie walutowym, prowadzą do ograniczenia popytu [8, s. 55-59]. Kurs walutowy wpływa na ostateczną wysokość cen na rynku krajowym. Wyciągnąć można z tego wniosek, iż kurs walutowy rzutuje na poziom konsumpcji.

Ważna z punktu widzenia stabilizacji makroekonomicznej jest relacja odzwierciedlająca równowagę budżetową, wyrażona równaniem:

$$D - W = r \times Z.$$

W sytuacji znacznego długu publicznego, dochody budżetowe powinny być generowane na takim poziomie, aby wydatki wynikające z przyjętych zobowiązań mogły zostać zrealizowane. Na obsługę zadłużenia wpływ ma także stan posiadanych zagranicznych aktywów, które mogą zostać przeznaczone na jego obsługę. Z tego względu zasadnym jest przedstawienie zależności:

$$Sob = -(1 + r)F.$$

Odpowiednie przekształcenia dowodzą następującej zależności:

$$D - W = Z \left(-1 - \frac{Sob}{F} \right).$$

W sytuacji niskiego poziomu zagranicznych aktywów powinno rosnać saldo obrotów bieżących. W przyjętym modelu saldo obrotów bieżących pokrywa się z saldem obrotów handlu zagranicznego. Wpływy z eksportu powinny przewyższać koszty obsługi eksportu. Wpływ na kształtowanie właściwego kursu walutowego ma poziom cen krajowych. W sytuacji kiedy obowiązuje sztywny kurs walutowy, realny kurs walutowy jest wyznaczany przez ceny krajowe oraz nominalny kurs walutowy.

Jeżeli kurs nominalny jest administracyjnie kontrolowany, to wyznaczenie kursu realnego opiera się wyłącznie na cenach krajowych. W takiej sytuacji ceny krajowe mogą ulegać znacznym fluktuacjom. W dłuższej perspektywie wysoce

prawdopodobne jest pojawienie się inflacji. Może być ona korygowana wysokością realnej stopy procentowej. Musi ona być na takim poziomie, aby zapewnić równowagę zgodnie z podstawową zależnością – równaniem Fishera. Wysoki poziom inflacji wywołuje wzrost cen, spadek wartości pieniądza krajowego, a biorąc pod uwagę relacje:

$$M \times V = P \times Q, \quad (a)$$

$$M / P = H(Y, i, c), \quad (b)$$

$$z = \frac{Et \times Pl}{P}, \quad (c)$$

uzyskać można związek pomiędzy poziomem realnego kursu walutowego, a pozostałymi parametrami, tj. cenami zagranicznymi, nominalnym kursem walutowym a funkcją opartej na trzech parametrach.

Dokonując przekształcenia w równaniu (c), otrzymujemy, że $P = \frac{Et + Pl}{z}$, a podstawiając to do zależności Fishera, otrzymamy następującą prawidłowość:

$$M \times V = \frac{Et + Pl}{z} \times Q.$$

Po wprowadzeniu uzyskanych danych do funkcji popytu na pieniądz uzyskamy wynik:

$$M / \frac{Et \times Pl}{z} = H(Y, i, c).$$

Kurs walutowy może więc odgrywać istotną rolę w stabilizacji cen krajowych. Wprowadzenie wysokiego kursu realnego rzutować będzie na poziom nominalnej (a tym samym realnej) stopy procentowej oraz wpływać na wielkość PKB. W przypadku kiedy realne stopy procentowe są na niskim pułapie, mogą być korygowane odpowiednim kursem waluty.

Dopuszczyć należy nawet przypadek, w którym kurs realny doprowadzi do aprecjacji lokalnej waluty, spadku realnych stóp procentowych, a w związku z tym należy się liczyć z czasowym wzrostem poziomu konsumpcji krajowej [9, s. 35-36]. Dlatego też ważne jest zwrócenie uwagi na zależność określającą parytet stopy procentowej z pokryciem:

$$p = r + \frac{Zt - Et}{Et}.$$

Przy swobodnym przepływie (braku ograniczeń) kapitałów, inwestorzy zagraniczni uwzględniają poziom kształtowania się wzajemnych, bieżących oraz przyszłych kursów walutowych (odpowiednio Et , Zt), wraz z obowiązującą stopą

procentową. Zysk jest podstawą działalności inwestorów zagranicznych. Strumień kapitałów będzie więc kierowany do kraju, w którym:

- występuje wysoki poziom stopy procentowej,
- terminowy kurs walutowy ma tendencję wzrostową,
- bieżący kurs walutowy wykazuje stabilizację, przy jednoczesnym dysparytecie w relacji do walut obcych,
- występuje stabilizacja gospodarcza i polityczna, a kraj absorbujący środki zagraniczne uzyskuje pozytywne oceny międzynarodowych instytucji finansowych, stosuje się do ich zaleceń oraz współpracuje z nimi przy wdrażaniu reform.

Kraj spełniający powyższe kryteria okaże się atrakcyjnym miejscem lokat zagranicznego kapitału, w związku z czym wzrastać będzie wielkość ogólnych depozytów (wyrażonych w walucie krajowej oraz obcej). Wzrost depozytów wpływa na wielkość inwestycji wewnętrznych. Przepływ kapitałów odzwierciedlony zostanie w zestawieniu obrotów bilansu płatniczego. Napływ zagranicznych kapitałów w dłuższej perspektywie przyczynia się do wyrównania krajowej i zagranicznej realnej stopy procentowej, w krótszej zaś do zrównania stopy nominalnej [10, s. 92-93].

Przytoczony powyżej tok rozumowania doprowadza do powstania następującej zależności:

$$Sob + Sof + H(Pk / P, Zt, Et) = M / \frac{Et \times Pl}{z} = H(Y, i, c),$$

gdzie Pk oznacza popyt krajowy.

Suma salda obrotów bieżących, finansowych wraz z funkcją trzech zmiennych, tj. walutowego kursu terminowego, bieżącego kursu walutowego, relacją popytu do cen krajowych równa się funkcji wyznaczonej na podstawie realnego PKB, nominalnej stopy procentowej oraz szybkości zamiany aktywów (walut kluczowych) na pieniądź.

Powyższa zależność przedstawia równowagę na rynku pieniężnym, różni się jednak od monetarnej koncepcji bilansu płatniczego [2]. Dodatkowo bowiem wprowadza wpływ stopy procentowej, a także bieżącego oraz spodziewanego kursu walutowego na równowagę rynku pieniężnego. Stopa procentowa oznacza cenę pieniądza, kurs walutowy zaś rzutuje na obroty handlowe (Sob) i ma także wpływ na saldo obrotów finansowych (Sof) [9, s. 35-36].

Wahania w przepływie zagranicznych kapitałów muszą więc wywoływać zmiany w stanie rezerw banku centralnego. Bank centralny w zależności od ustalonej stopy procentowej może osiągnąć pożądany stan rezerw [6, s. 227-229]. Sama wysokość stopy procentowej bez konieczności weryfikacji poziomu kursu walutowego jest instrumentem ograniczającym stan równowagi. Oba rynki, tj. pieniężny oraz walutowy są ściśle ze sobą powiązane, a podstawowymi parametrami kształtującymi je są stopa procentowa oraz kurs walutowy. Z tego założenia

wyływa wniosek, iż stan rezerw walutowych jest równy z saldem bilansu płatniczego. Odpowiednie równanie może być przedstawione za pomocą następujących zależności ekonomicznych:

$$F = Sbp = H(r, i, Et, Zt),$$

gdzie: F – stan rezerw,
 Sbp – saldo bilansu płatniczego,
 H – funkcja realnej i nominalnej stopy procentowej, nominalnego oraz realnego kursu walutowego.

Warto zwrócić uwagę na kolejną istotną determinantę postępowania. Przy znacznej nierównowadze budżetowej dochody państwa są uzupełniane przez zaciąganie pożyczek na rynku kapitałowym. O atrakcyjności emitowanych papierów dłużnych decydują warunki ich nabycia, w tym wysokość oprocentowania. Przy założeniu spójności rynku pieniężnego oraz walutowego należy przyjąć, iż także kurs walutowy przyczynia się do uzyskania równowagi budżetowej.

Z tego względu wysoki deficyt sektora budżetowego pociąga za sobą konieczność wzrostu poziomu stopy procentowej. Deficyt sektora budżetowego może przyczyniać się do powstania deficytu w obrotach handlowych (Sob) i wpływa na wzrost zapotrzebowania w finansowanie zagraniczne.

$$Sob = (G - T) + (I + S),$$

gdzie: G – wydatki sektora publicznego,
 T – dochody,
 I – inwestycje sektora prywatnego,
 S – oszczędności sektora prywatnego [12, s. 27-29, 31-32].

Należy pamiętać, że $Sob = -(1 + r)F$.

Wprowadzając tę zależność pomiędzy stopą procentową i wielkością zagranicznych aktywów a saldem obrotów handlowych, otrzymujemy następujące równanie:

$$Sob = -(1 + r)F = (G - T) + (I + S).$$

W przypadku utrzymywania się wysokiego deficytu w obrotach handlowych (Sob) należy jednak liczyć się z możliwością pojawienia się kryzysu walutowego. Sprzyjającym czynnikiem (pozwalającym na oddalenie groźby kryzysu) będzie relatywnie wysoki stan rezerw walutowych oraz niski poziom deficytu. W przypadku znacznych rezerw i niskiego deficytu budżetowego interwencja banku centralnego na otwartym rynku może likwidować niekorzystne objawy pojawienia się kryzysu walutowego. Wynika z tego konieczność monitorowania dochodów oraz kontrola wydatków, szczególnie odnoszących się do sektora publicznego. Przy utrzymującym się wysokim poziomie wydatków i braku rekompensaty odpowiednimi dochodami, stanem rezerw, konieczna wydaje się odpowiednia rekonstrukcja wydatków sektora publicznego [7, s. 81-82].

W sytuacji korzystnego salda w obrotach handlowych oraz finansowych rekonstrukcja wydatków publicznych może odbywać się bez dotkliwych skutków społecznych. Wzrost eksportu oraz napływ zagranicznych środków wpływają na koniunkturę gospodarczą, co przekłada się z jednej strony na wpływy budżetowe, a z drugiej na ograniczenie wydatków socjalnych związanych ze spadkiem bezrobocia. Głównym celem okazuje się poprawa *terms of trade*. Kształtowanie się realnego kursu walutowego oraz odpowiedniej aprecjacji waluty rzutuje na zmniejszenie deficytu w obrotach handlowych. Dodatkowe dochody nie powinny być kierowane nawet na czasowe subsydiowanie nieefektywnych sektorów gospodarki, ale przede wszystkim na wsparcie efektywnych działań i usług.

Z powyższych teoretycznych rozważań można wyciągnąć następujące wnioski:

- deficyt sektora publicznego doprowadza do wystąpienia kryzysu walutowego,
- saldo obrotów handlowych jest określane przez ograniczenia budżetowe, a realny kurs walutowy jest jednym ze środków wpływających na saldo obrotów handlowych,
- aprecjacja realnego kursu walutowego wpływa na saldo obrotów handlowych,
- kurs walutowy oraz stopa procentowa są ściśle ze sobą powiązane i wpływają na równowagę na rynku pieniężnym oraz walutowym,
- nadmierna podaż pieniądza prowadzi do deprecjacji kursu walutowego,
- kurs walutowy oraz stopa procentowa muszą być spójnym elementem systemu gospodarczego,
- brak korelacji w poziomie kursu walutowego oraz stopy procentowej może doprowadzić do niekorzystnych zmian makroekonomicznych, a w szczególności do spadku rezerw, wzrostu inflacji, spadku PKB, inwestycji, konsumpcji, wzrostu bezrobocia,
- korzystne saldo obrotów handlowych poprawia stan rezerw walutowych.

3. Doświadczenia empiryczne

Ze względu na charakter pracy autor ograniczył się do przedstawienia kryzysów walutowych w trzech państwach Tajlandii, Turcji oraz Argentynie. Zwrócono uwagę na podstawowe przyczyny oraz efekty, jakie one wywołały.

Kryzys walutowy w Tajlandii rozpoczął się w połowie 1997 r. Warto podkreślić, iż kraj prowadził politykę ograniczenia deficytu budżetowego oraz obrotów bieżących. Sprzyjającym czynnikiem takiej polityki było również utrzymywanie wysokich realnych stóp procentowych oraz spekulacji na wzrost aprecjacji lokalnej waluty i tym samym oczekiwanie na wzrost kursu walutowego. Dzięki temu w latach 1992-1996 w Tajlandii depozyty rosły w rocznym tempie 13,9%, a udział zagranicznego kapitału zwiększył się z 6 do 21% w całości depozytów [13].

Tabela 1. Saldo budżetu oraz obrotów bieżących Tajlandii w latach 1992-1996 (w % do PKB)

Lata	1992	1993	1994	1995	1996
Saldo budżetu	-0,5	1,8	2,2	1,1	2,4
Deficyt obrotów bieżących	-4,8	-4,7	-3,8	-3,2	-7,9

Źródło: [13].

W latach 1992-1996 saldo budżetu centralnego było dodatnie. Jedynie w roku 1992 saldo budżetu zamknęło się niewielkim deficytem. W roku poprzedzającym wystąpienie kryzysu nadwyżka wyniosła 2,4% w stosunku do PKB. Deficyt obrotów bieżących ulegał znacznym wahaniom, ale nie przekraczał 5% w relacji do PKB. Jedynie w 1996 r. zbliżył się do poziomu niespełna 8% w stosunku do PKB. Stabilizacja gospodarcza oraz wysokie stopy procentowe spowodowały znaczny napływ zagranicznych kapitałów. Lokowane były w formie depozytów na miejscowym rynku finansowym. W latach 1992-1996 zagraniczni inwestorzy skierowali do Tajlandii kapitały na sumę 47,7 mld USD [13]. Znaczny poziom depozytów umożliwił prowadzenie ekspansywnej polityki gospodarczej. Stopa inwestycji w omawianym okresie rosła i zawierała się w przedziale 5,6-9,1% [13].

Dodatkowo należy stwierdzić, iż dług zagraniczny Tajlandii w stosunku do wpływów z eksportu nie był wysoki, wynosił bowiem 30%. Poważniejszym problemem była zmiana w strukturze zadłużenia. Udział prywatnych instytucji finansowych w całości zadłużenia zagranicznego Tajlandii wzrósł z 7,5% w 1992 r. do 35% w roku 1996.

Pod koniec 1996 r. realne stopy procentowe obniżyły się o 6 pkt procentowych. Przy relatywnie wysokiej inflacji inwestorzy rozpoczęli likwidowanie depozytów. Decyzja rządu o udzieleniu pełnej gwarancji bankom komercyjnym nie wpłynęła na obniżenie kursu batha, który w 1997 r. został zdewaluowany o 30% [16, s. 22-36, 52-55]. MFW zalecił ścisłą kontrolę wydatków budżetowych, redukcję subsydiów, ograniczenie kredytów zagranicznych.

Spekulacje na rynku Tajlandii spowodowały szereg niekorzystnych zmian w całym regionie Azji Południowo-Wschodniej. Silny spadek kursu odnotowała Indonezja. Rupia w 1997 r. została zdewaluowana (w relacji z dolarem) z poziomu 4000 do 16 5000. Z obszaru uchodzącego za wzór szybkiego rozwoju (Tajlandia, Indonezja, Malezja, Tajwan, Korea Płd., Filipiny) tylko w przeciągu dwóch lat (1997-1998) odpłynęło ponad 100 mld USD. Kraje utraciły znaczną część rezerw walutowych. Przykładem jest chociażby Korea Południowa. Kurs wona z grudnia 1996 r. wynoszący 1000 jednostek w stosunku do USD, został obniżony do poziomu z roku 1960 [12, s. 27-29, 31-32]. Próby interwencji na otwartym rynku spowodowały znaczny spadek rezerw walutowych. W 1996 r. rezerwy walutowe Korei były szacowane na sumę 34 mld USD, a w roku 1997 obniżyły się do wartości zaledwie 8 mld USD [16, s. 22-26, 52-55].

Jak już wspomniano, kryzys walutowy w Azji Południowo-Wschodniej spowodował wiele bardzo niekorzystnych zmian. Wywołał znaczny spadek płac realnych, inflację, wzrost bezrobocia, obniżenie PKB.

Tabela 2. Zmiany wskaźników ekonomicznych w wybranych krajach Azji Południowo-Wschodniej w latach 1997-1998

	Tajlandia		Malezja		Indonezja		Tajwan	
	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998
Zmiana PKB	3,2	-10,5	0,8	-7,4	11	-13,1	3	-6,7
Inflacja	4,8	8,1	3,1	5,3	18,7	58,6	4,8	7,5
Dług publiczny (w % do PKB)	12,7	15	27,8	36,4	54,7	74,5	12,7	16,1
Stopa bezrobocia	4,7	5,6	2,2	3,5	2,4	5,9	1,6	4,1
Płace realne	0,8	-44	1,9	-24	1,1	-27	2	-4,5

Źródło: [3].

Szczególnie niepokojący jest spadek płac realnych oraz PKB. Przykładowo w Tajlandii płace realne obniżyły się aż o 44% w porównaniu do roku poprzedniego, PKB zaś spadł o 10,5%.

Przypadek Tajlandii dowodzi następujących zależności:

- nawet nadwyżka budżetowa nie chroni przed pojawieniem się kryzysu walutowego,
- kryzys walutowy wywołuje efekt domina; w 1997 r. pojawił się w Tajlandii i szybko objął pozostałe kraje regionu,
- nadzór i wdrażane reformy (pod nadzorem MFW) nie oddalają groźby kryzysu,
- kryzys walutowy powoduje znaczną destabilizację gospodarki.

Kryzys walutowy w Turcji rozpoczął się w lutym 2001 r. Pojawił się pomimo niskiego poziomu deficytu budżetowego. Skonsolidowany deficyt sektora publicznego wynosił w roku 1999 – 0,9% w stosunku do PKB, w 2000 r. – 1,7% PKB. Inwestycje sektora prywatnego wykazywały znaczną dynamikę i wynosiły w 1998 r. 17,5% PKB, w 1999 r. 12,5%, a w roku 2000 – 15,5% PKB (MFW). Znacznym problemem był jednak poziom zadłużenia zagranicznego. W roku 2000 dług wyniósł 126 mld USD i stanowił ponad 73% PKB. Na przełomie stycznia oraz lutego 2001 r. dzienne stopy procentowe w przeliczeniu rocznym przekroczyły 2000%. Za granicę odpłynęło 7 mld USD z rezerw banku centralnego [16, s. 22-26, 52-55]. Rząd próbując równoważyć dochody budżetu, zdecydował się na sprzedaż emisji euroobligacji na kwotę 10 mln USD za 77% ich wartości nominalnej. Turecka lira została zdewaluowana o 30% w stosunku do dolara, wprowadzono także kurs zmienny (*managed floating exchange rate*).

W pierwszym kwartale 2001 r. na podstawie sugestii MFW rząd Turcji zobowiązał się do:

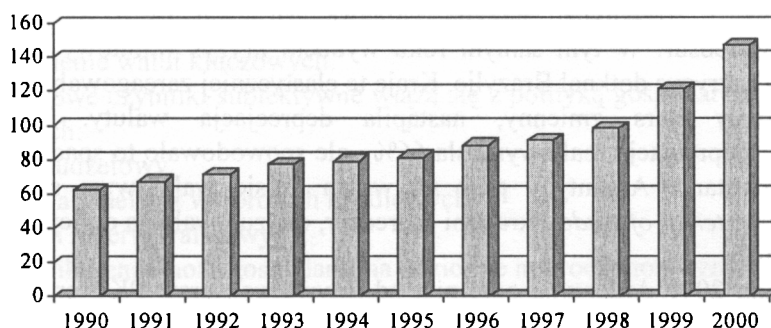
- obniżenia subsydiów z 6,7% PKB do 1,5%,
- zwiększenia dochodów z prywatyzacji do poziomu 6-8 mld USD.

Bezpośrednią przyczyną kryzysu był deficyt obrotów towarowych, wywołany znacznym wzrostem cen ropy naftowej. W latach 1998-2001 ceny ropy uległy potrojeniu, przy jednoczesnym wzmocnieniu dolara. Łączne straty kryzysu walutowego w Turcji szacowane są na kwotę 40 mld USD [4, s. 2].

Doświadczenia Turcji powodują konieczność zwrócenia uwagi na następujące uwarunkowania:

- pogorszenie *terms of trade*,
- wysoki poziom zadłużenia zagranicznego, który jest czynnikiem sprzyjającym kryzysowi walutowemu,
- wzmocnienie walut obcych będących podstawowymi środkami w rozliczeniach zagranicznych.

Bardzo interesujący jest przypadek Argentyny. PKB Argentyny wzrósł w latach 1990-1999 aż o 60%. Dla porównania PKB Brazylii i Meksyku wzrósł w analogicznym okresie tylko o 25% [3]. Źródła sukcesu Argentyny sięgają lat dziewięćdziesiątych. W kwietniu 1991 r. wprowadzono program stabilizacyjny. Opierał się on przede wszystkim na zmniejszeniu inflacji, ograniczeniu popytu krajowego oraz zwiększeniu stóp procentowych. Peso zostało powiązane kursem sztywnym z USD w relacji 1:1. Wskaźnik CPI, wynoszący w latach 1983-1992 350% średniorocznie, spadł w 1999 r. do 1,8%, a w roku 2000 do poziomu 0,7%. Ograniczenie inflacji oraz wzrost PKB w dużej mierze powodowały ignorowanie innych niekorzystnych objawów. Pierwszym był szybki wzrost zadłużenia zagranicznego.

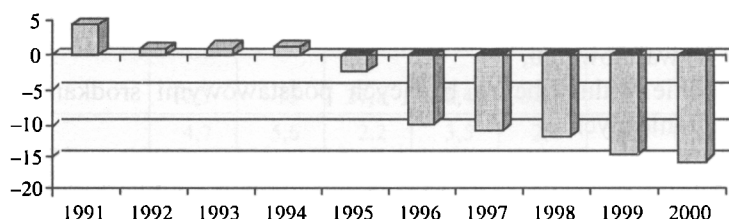


Rys. 1. Wzrost zadłużenia zagranicznego Argentyny w latach 1990-2000 (w mld USD)

Źródło: [3].

Poziom zadłużenia zagranicznego w okresie dziesięciu lat zwiększył się o ponad 100% z poziomu 61 mld USD w 1990 r. do 143 mld USD. Drugim niekorzystnym zjawiskiem był deficyt w obrotach bieżących. Po wprowadzeniu

szywnego kursu względem dolara oraz dewaluacji brazylijskiego reala o 50% w 1995 r. znacznie się pogorszyły warunki handlu. Drastycznie spadła opłacalność eksportu Argentyny. Głównymi pozycjami w eksporcie są towary rolne oraz surowce. Stanowiły one w latach 1992-1999 ponad 60% całości eksportu Argentyny. Niskie ceny produktów rolnych na międzynarodowych rynkach (zwłaszcza pszenicy oraz mięsa wołowego, które były głównymi pozycjami dostaw Argentyny) nie zostały zrekompensowane wzrastającą aprecjacją dolara, spotęgowaną boomem gospodarczym USA



Rys. 2. Saldo obrotów handlowych Argentyny w latach 1991-2000 (w mld USD)

Źródło: [3].

Wzrost zadłużenia zagranicznego oraz deficyt w obrotach handlowych znacznie przyczyniły się do wybuchu kryzysu walutowego w Argentynie. Warto podkreślić, że deficyt budżetowy, nie licząc kosztów obsługi długu publicznego, w latach 1998-2000 wynosił niespełna 2% w stosunku do PKB. Relacja długu publicznego do PKB także pozostawała na bezpiecznym poziomie – niespełna 60% PKB. Była więc zbliżona do wytycznych obowiązujących w Unii Europejskiej.

W 1995 r. Argentyna, Brazylia, Paragwaj, Urugwaj utworzyły unię celną o nazwie Mercosur. W tym samym roku wybuchł kryzys walutowy w Meksyku, a w 1999 r. kryzys dotknął Brazylię. Kraje te elastyczniej zareagowały na sytuację. Wprowadziły kurs zmienny, nastąpiła deprecjacja waluty. Przykładowo w 1999 r. deprecjacja reala wyniosła 66%, ale spowodowało to spadek importu o 21%. Pozostanie Argentyny przy sztywnym kursie walutowym spowodowało pogorszenie *terms of trade* z krajami Mercosur, co rzutowało na deficyt w obrotach handlowych.

W roku 2000 Argentyna odstąpiła od sztywnego kursu. PKB spadł prawie o połowę. PKB *per capita* z ponad 8450 USD w roku 1998 w 2000 r. zmniejszył się do niespełna 3600 USD. Bezrobocie osiągnęło poziom 18,3% [3]. Istnieje obawa, iż wysoki dług zagraniczny, przy znacznej dewaluacji peso, spowoduje znaczne podniesienie wartości zadłużenia wyrażone w walucie krajowej. Takiego poziomu nie jest w stanie spłacić gospodarka Argentyny. Doświadczenia Argentyny zwracają uwagę na następujące uwarunkowania:

- utrzymywanie sztywnego kursu walutowego może być przyczyną kryzysu walutowego,

- stały deficyt obrotów bieżących jest poważnym zagrożeniem,
- niekorzystna struktura eksportu (dominacja surowców oraz towarów rolniczych, zwłaszcza przy spadku ich cen na rynkach międzynarodowych) utrwała deficyt w obrotach handlowych.

4. Podsumowanie

Przeprowadzona analiza wskazuje na różne źródła powstania oraz przebieg kryzysów walutowych. Typowe przyczyny powstania kryzysu walutowego wiążące się z deficytem budżetowym oraz obrotami handlowymi nie zawsze znajdują potwierdzenia w rzeczywistości. Zalecenia MFW sprowadzające się przede wszystkim do kontroli wydatków budżetowych, ograniczenia konsumpcji, subsydiów nie gwarantują utrzymania koniunktury gospodarczej i nie chronią kraju przed pojawieniem się kryzysu walutowego. Sam kryzys walutowy jest bezpośrednim źródłem poważnych gospodarczych konsekwencji. Wpływa bowiem na dekoniunkturę gospodarczą, doprowadza do recesji. Zasadniczo obniża się PKB, wzrasta bezrobocie, inflacja. Poprawa wskaźników makroekonomicznych następuje po relatywnie dłuższym okresie.

Kryzys walutowy wywoływany jest zespołem różnych czynników. Nie można wskazać jednej uniwersalnej przyczyny. Zespół czynników sprzyjających pojawieniu się kryzysu walutowego można podzielić na dwie podstawowe grupy: obiektywne oraz subiektywne. Do pierwszej należy zaliczyć:

- brak trwałego miejsca w międzynarodowym podziale pracy,
- spadek światowego popytu na eksportowane towary i usługi,
- pogorszenie *terms of trade*,
- wzmocnienie walut kluczowych.

Podstawowe czynniki subiektywne wiążą się z polityką gospodarczą państwa i należą do nich:

- deficyt budżetowy,
- długotrwały deficyt w obrotach handlowych,
- niski stan rezerw walutowych,
- niska konkurencyjność gospodarki na poziomie mikroekonomicznym,
- wysoki poziom zadłużenia zagranicznego,
- brak weryfikacji prowadzonej polityki makroekonomicznej (casus Argentyny).

Współczesne kryzysy walutowe nie do końca dają się wytłumaczyć przyczynami monetarnymi. Jest to odmienny pogląd od powszechnie akceptowanych rozwiązań, które podstawowych źródeł kryzysu upatrują przede wszystkim w problemach monetarnych [11, s. 47]. Konieczne jest jednak zwrócenie uwagi na czynniki subiektywne, które stanowią realną bazę dla kryzysów walutowych. Są one szczególnie istotne w przypadku niskiej konkurencyjności gospodarki na poziomie mikroekonomicznym. Niezbędne są odpowiednie reformy strukturalne

umożliwiający aktywny udział podmiotów krajowych w międzynarodowym podziale pracy.

Prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu walutowego niewspółmiernie wzrasta w przypadku jednoczesnego pojawienia się czynników obiektywnych oraz subiektywnych. W sytuacji, kiedy mamy do czynienia z jedną ich grupą, np. subiektywnymi, to wykorzystując brak czynników obiektywnych, można za pomocą aktywnej polityki finansowej oddalać groźbę kryzysu. Brak zadłużenia, znaczne dodatnie saldo obrotów bieżących, nadwyżki budżetowe, wysoki stan rezerw walutowych są czynnikami sprzyjającymi, niwelującymi występowanie czynników subiektywnych.

Literatura

- [1] Aghevil B.A. Khan M., *Exchange Rate Policy in Developing Countries*, „IMF Occasional Paper” 1993 nr 78.
- [2] Chang R., Velasco A., *Financial Crises in Emerging Markets. A Canonical Model*, „NBER Working Paper” 1998 nr 66.
- [3] Economic Prospect on the Developing Countries, Washington, World Bank Report 2000 and 2001.
- [4] „Financial Times” 17 maja 2001.
- [5] Flood R., Garber P., *Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples*, „Journal of International Economics” 1984 nr 17.
- [6] Garber P., *Speculative Currency Attacks A Historical Perspective. Emerging Market Research*, „Deutsche Bank Research” 1998.
- [7] Halpern L., Wyplosz C., *Equilibrium Exchange Rates in Transition Economics*, „IMF Working Paper” 1996 nr 125.
- [8] Koronowski A., *Kurs walutowy a stabilizacja cen*, A. Marszałek, Toruń 1998.
- [9] Koronowski A., *Zarys nowego ujęcia kryzysów walutowych*, „Ekonomista” 1999 nr 4.
- [10] Krugman P., *A Model of Balance of Payments Crises*, „Journal of Money Credit and Banking” 1979 nr 11.
- [11] Lutkowski K., *Mechanizm kryzysów walutowych w świetle ostatnich zakłóceń na międzynarodowych rynkach finansowych*, Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej SGH nr 6, Warszawa 1999.
- [12] Małecki W., Żuławska U., *Równowaga budżetowa i dług publiczny a współczesne kryzysy walutowe*, „Ekonomista” 2000 nr 2.
- [13] OECD Economic Surveys 1995-1999, OECD, Paris 2000.
- [14] Rosati D., *Exchange Rate Policies During Transition From Plan to Market*, „Economics of Transition” 1996, EBOiR vol. 4 nr 1.
- [15] Sahay R., Vegh C., *Inflation and Stabilization in Transition Economics: A Comparison with Market Economics. IMF*, „Working Paper” 1995 nr 8.
- [16] Sulmicki J., *Kryzysy walutowe. Strefa euro. Wyzwania dla Polski*, Zamość 2002.
- [17] Williamson J., *Exchange Rate Rules*, St. Martin's Press, New York 1981.

BASIC INFORMATION OF CURRENCY RATE CRISIS

Summary

The article gives the basic information on the cause of currency crisis. The theoretical studies are compared with practical events in three different regions: Turkey, Thailand and Argentina. Those analyzes gave a clear picture on the way and reasons of crisis. Unfortunately they are not universal and can not be adopted in any country. Thanks to this study two groups of reasons are indicated objective and subjective ones. The close attention is paid to currency crisis, connections with economic and particularly financial policy.

Andrzej Buszko jest adiunktem w Katedrze Ekonomii Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego w Olsztynie.