GOSPODARKA NARODOWA

4
(104)
Rok XI
kwiecień
2000

Witold MAŁECKI*

Ryzyko kryzysu walutowego w Polsce[1]

Wstęp

Tematem niniejszego referatu jest możliwość wystąpienia w Polsce kryzysu walutowego, ze szczególnym uwzględnieniem zagrożenia, jakie stwarzają w tym względzie przepływy kapitału krótkoterminowego. Tym samym nie będą omawiane wszystkie korzyści i niebezpieczeństwa wynikające dla polskiej gospodarki z przepływów kapitałów krótkoterminowych, gdyż akcent położony zostanie na tych zagrożeniach, które mogą być istotne z punku widzenia możliwości wystąpienia kryzysu walutowego. Z drugiej strony niezbędne okazało się nieco szersze przedstawienie tła współczesnych kryzysów walutowych, ponieważ dopiero wtedy możliwa staje się właściwa ocena roli przepływów kapitału krótkoterminowego w zagrożeniu takim kryzysem.

W dalszej części referatu kolejno omawiane będą zatem: mechanizm, skutki i przyczyny kryzysów walutowych; rola przepływów kapitału krótkoterminowego w kryzysach walutowych; doświadczenia wynikające z kryzysów walutowych lat 90. oraz zagrożenie kryzysem walutowym w Polsce. Najważniejsze wnioski, ze szczególnym uwzględnieniem zagrożeń stwarzanych przez przepływy kapitału krótkoterminowego, przedstawione zostaną w podsumowaniu.

Kryzysy walutowe: mechanizm, skutki i przyczyny

Do kryzysu walutowego dochodzi w rezultacie ostrego kryzysu zaufania do stabilności danej waluty. Następują wtedy takie zjawiska, jak:

---

* Autor jest pracownikiem Instytutu Finansów w Wyższej Szkole Ubezpieczeń i Bankowości w Warszawie.

[1] Opracowanie przygotowane dla Rady Społeczno-Gospodarczej przy Rządowym Centrum Studiów Strategicznych.

- gwałtowny odpływ znacznej części kapitałów zagranicznych, które wcześniej napłynęły do takiego kraju;
- ucieczka rezydentów od waluty krajowej (w tym również w celu wcześniejszego nabycia walut zagranicznych potrzebnych do spłaty zaciągniętych kredytów dewizowych);
- spekulacyjny atak na walutę danego kraju, przeprowadzany głównie przez nierezydentów.

Jeżeli dany kraj stosował jakąś odmianę stałego kursu walutowego, to spadek oficjalnych rezerw walutowych może być tak drastyczny, iż w pewnym momencie dalsza obrona waluty krajowej staje się już niemożliwa. Konieczne okazuje się wtedy bądź przeprowadzenie głębokiej dewaluacji, bądź dokonanie istotnej zmiany mechanizmu kursowego (znaczne poszerzenie pasma dopuszczalnych wahań lub całkowite upłynnienie kursu). W znacznie rzadszym przypadku, gdy taki kraj już przed kryzysem stosował płynny kurs swojej waluty, jej deprecjacja może być bardzo głęboka, a ponadto również może dojść do spadku rezerw walutowych, jeżeli w jakimś momencie władze walutowe próbują przeciwstawić się deprecjacji za pomocą interwencji walutowych.

Kryzysy walutowe budzą tyle obaw przede wszystkim ze względu na swoje liczne i poważne reperkusje. Następstwem znacznego spadku kursu waluty krajowej oraz, nieodzownego w tych warunkach, zaostrzenia polityki makroekonomicznej (w tym często drastycznego wzrostu stóp procentowych) bywa na ogół rozprzestrzenienie się kryzysu na inne rynki finansowe, a w szczególności wystąpienie:

- kryzysu bankowego (w następstwie gwałtownego odpływu kapitału zagranicznego, trudności w dostępie do zagranicznych źródeł finansowania oraz, przede wszystkim, raptownego pogorszenia się wyników finansowych przedsiębiorstw na skutek spadku kursu waluty krajowej i wzrostu stóp procentowych),
- kryzysu na giełdach papierów wartościowych,
- kryzysu na rynku nieruchomości,
- kryzysu zadłużeniowego.

Wreszcie, z pewnym opóźnieniem, kryzys przenosi się na sferę realną gospodarki w postaci mniej lub bardziej głębokiej i długotrwałej recesji.

Na podstawowe pytanie, jakie są przyczyny występowania kryzysów zaufania do określonych walut, teoria ekonomii nie daje jednoznacznej odpowiedzi [Calvo G.A., 1995], [Flood R.P. i Marion N.P., 1998]. Pierwsze próby modelowego ujęcia mechanizmów prowadzących do kryzysów walutowych pojawiły się na przełomie lat 70. i 80. w odpowiedzi na kryzysy w takich krajach rozwijających się jak Meksyk (1982) i Argentyna (1978-1981). Modele te, nazywane obecnie modelami pierwszej generacji lub modelami kanonicznymi, były dziełem takich ekonomistów, jak Paul Krugman oraz Robert Flood i Peter Garber. Modele te przedstawiały kryzysy walutowe jako następstwo sprzeczności między polityką stałego kursu walutowego oraz nadmiernie ekspansywną polityką makroekonomiczną (w tym zwłaszcza dużymi deficytami budżetowymi finansowanymi emisją pieniądza). W momencie gdy powyższa sprzeczność

stawała się oczywista dla uczestników rynków finansowych, następował atak spekulacyjny i kryzys walutowy. Tak więc modele pierwszej generacji za przyczynę kryzysu walutowego uznawały błędy w polityce makroekonomicznej danego kraju, a w szczególności chroniczną nierównowagę budżetową [Krugman P., 1979], [Flood R.P. i Marion N.P., 1998].

Następna grupa modeli, tzw. modele drugiej generacji, zakładała już znacznie większą elastyczność działań zarówno rządu, jak i banku centralnego. W obliczu groźby kryzysu mogą one zaostrzyć swoją politykę (odpowiednio fiskalną i monetarną). Nawet jednak i w takich okolicznościach może dojść do ataku spekulacyjnego na walutę danego kraju, jeżeli uczestnicy rynków finansowych uznają w jakimś momencie, iż władze danego kraju mogą być jednak skłonne, w niezbyt odległej przyszłości, poświęcić stabilność kursu walutowego i dopuścić do deprecjacji waluty krajowej dla osiągnięcia jakiegoś innego celu gospodarczego. Celami takimi mogą być ożywienie gospodarki i zmniejszenie bezrobocia dzięki wzrostowi eksportu, erozja uznanego za zbyt duży wewnętrznego długu publicznego bądź obniżenie płac realnych [Obstfeld M., 1994], [Rybiński K. i Szczurek M., 1998].

Kolejna trzecia grupa modeli tłumaczyła kryzysy walutowe raczej w kategoriach samospełniających się oczekiwań, „stadnych zachowań" inwestorów i innych czynników psychologicznych niż w kategoriach fundamentów makroekonomicznych [Krugman P., 1997], [Rybiński K. i Szczurek M., 1998].

Wobec jednak ograniczonej tylko przydatności wszystkich wymienionych wyżej modeli do wyjaśnienia większości kryzysów walutowych, które miały miejsce w latach 90., zaczęto wskazywać na inne jeszcze możliwe przyczyny kryzysów walutowych. Zwracano uwagę na słabości w sferze mikroekonomicznej, na strukturalne i instytucjonalne słabości gospodarki oraz na rozmaite odmiany zjawiska określanego jako „moral hazard", czyniące gospodarki te wysoce podatnymi na spekulacyjne ataki i kryzysy walutowe.

Rola przepływów kapitału krótkoterminowego w kryzysach walutowych

Przepływy kapitału krótkoterminowego odgrywają oczywiście kluczową rolę w samym przebiegu kryzysu walutowego, gdy już do niego dochodzi. Po pierwsze, następuje wtedy odpływ kapitału zagranicznego zainwestowanego wcześniej we wszelkiego rodzaju krótkoterminowe krajowe instrumenty finansowe (lokaty bankowe, krótkoterminowe papiery wartościowe, instrumenty pochodne). Warto jednak w tym miejscu zauważyć, że i ta część zagranicznych inwestycji portfelowych, która formalnie ma charakter długookresowy (zakupy krajowych obligacji i akcji) w praktyce może zostać równie łatwo wycofana, jak kapitał krótkoterminowy. Tak też i dzieje się w rzeczywistości, gdy dochodzi do poważniejszego kryzysu zaufania do danej waluty. Po drugie, ucieczka rezydentów od waluty krajowej (zwłaszcza w tej części w jakiej przyjmuje formę wywozu kapitału za granicę) oraz atak spekulacyjny na walutę krajową

(przynajmniej w tej części w jakiej przeprowadzany jest przez nierezydentów) równoznaczne są z odpływem kapitału krótkoterminowego.

Wcześniej jednak przepływy kapitałów krótkoterminowych mają istotny wpływ na podatność danej gospodarki na kryzys walutowy. Jeśli chodzi o wspomniane wyżej lokaty kapitału zagranicznego w rozmaite krajowe instrumenty finansowe, to w sytuacji, gdy wiadomo że kapitały te równie łatwo odpływają jak przypływają, znaczniejszy ich napływ może budzić uzasadnione obawy o stabilność danej waluty. Z kolei nadmierne zadłużenie walutowe podmiotów krajowych może stwarzać dla danej gospodarki zagrożenie kryzysem płynności. Dlatego też inwestorzy dużą uwagę przywiązują do szeregu wskaźników, z których najważniejsze zostaną przedstawione poniżej.

Pierwszym jest relacja krótkoterminowego zadłużenia walutowego krajowych podmiotów gospodarczych do oficjalnych rezerw walutowych. Poziom tej relacji pozwala ocenić stopień zagrożenia kryzysem płynności.

Drugim wskaźnikiem jest relacja sumy krótkoterminowego zadłużenia walutowego oraz kapitału zagranicznego ulokowanego w krótkoterminowych krajowych instrumentach finansowych do oficjalnych rezerw walutowych. Ten wskaźnik pozwala ocenić zdolność władz walutowych do obrony kursu waluty krajowej w razie wystąpienia kryzysu zaufania. Warto zauważyć, że dla uzyskania w pełni prawidłowego obrazu w liczniku omawianego ilorazu należałoby uwzględnić również tę część zagranicznego kapitału portfelowego ulokowanego w instrumenty długoterminowe, która ma charakter spekulacyjny. W praktyce jej oszacowanie bywa dość trudne, o czym będzie jeszcze mowa dalej.

Trzecim wskaźnikiem jest udział kapitału krótkoterminowego (wraz z kapitałem portfelowym o charakterze spekulacyjnym) w finansowaniu deficytu obrotów bieżących. Ten wskaźnik daje z kolei wyobrażenie o prawdopodobieństwie pojawienia się problemów z finansowaniem tego deficytu.

W ostatnich latach coraz częściej akcentuje się jednak inną jeszcze zależność między przepływami kapitału, a podatnością danej gospodarki na kryzys walutowy. Otóż twierdzi się, że w warunkach współczesnej gospodarki światowej o skali napływu kapitału do określonego kraju przesądzają przede wszystkim decyzje prywatnych inwestorów oceniających atrakcyjność takiego kraju z punktu widzenia ulokowania tam swoich kapitałów. Kraj przyjmujący kapitał zagraniczny ma natomiast tylko ograniczony wpływ na skalę jego napływu. Prowadzi to do wniosku, iż dopływ kapitału zagranicznego nie tyle finansuje deficyt obrotów bieżących, co sam generuje ten deficyt.

Istnieje co najmniej kilka kanałów oddziaływania napływu kapitału zagranicznego na saldo obrotów bieżących. Jeden z nich uważany jest jednak za zdecydowanie najważniejszy. W warunkach stałego kursu walutowego sprowadza się on do następującego mechanizmu: dopływ kapitału zagranicznego prowadzi do wzrostu rezerw walutowych, bazy monetarnej i podaży pieniądza, co po pewnym czasie, przekłada się na wzrost stopy inflacji, aprecjację realnego kursu waluty krajowej i tym samym pogorszenie się międzynarodowej konkurencyjności danej gospodarki. W warunkach płynnego kursu walu-

towego końcowy rezultat jest podobny, chociaż aprecjacja realnego kursu walutowego jest wynikiem wzrostu nominalnego kursu walutowego (w skali przewyższającej spadek stopy inflacji), a nie wzrostu stopy inflacji przy stabilnym nominalnym kursie walutowym.

Omówiony powyżej mechanizm odnosi się oczywiście do napływu kapitału zagranicznego we wszystkich formach, ale w tym również i kapitału krótkoterminowego. Co więcej w przypadku tego ostatniego najmniej pewne są długofalowe korzyści z napływu kapitału zagranicznego, a zatem negatywny wpływ na saldo obrotów bieżących może okazać się szczególnie trwały.

Doświadczenia wynikające z kryzysów walutowych lat 90.

W latach 90. kryzysy walutowe dotknęły przede wszystkim tzw. gospodarki wschodzące (emerging markets). Kolejno były to: Meksyk w 1994 r., Tajlandia, Czechy, Malezja, Indonezja, Filipiny i Korea Płd. w 1997 r., Rosja w 1998 r. oraz Brazylia w latach 1998-1999. Spośród wszystkich tych kryzysów tylko rosyjski, wykazujący zresztą duże podobieństwo do kryzysu w Argentynie w 1981 r., dawał dobrze wyjaśnić się na gruncie tradycyjnej teorii kryzysów walutowych (w tym konkretnym przypadku tzw. modeli pierwszej generacji). Pozostałe kryzysy miały natomiast wiele cech wspólnych.

1) Kraje w których wystąpiły kryzysy dokonały nieco wcześniej radykalnego otwarcia swoich gospodarek na wymianę międzynarodową i to nie tylko w zakresie obrotów handlowych, ale także i obrotów kapitałowych.
2) Kraje te stosowały różne odmiany stałego kursu walutowego, co było uzasadnione dążeniem do tłumienia wciąż relatywnie wysokiej inflacji i/lub wyborem strategii rozwoju bazującej na ekspansji eksportowej.
3) Kraje te odniosły w swojej polityce gospodarczej niezaprzeczalne sukcesy i tak też były postrzegane przez zagranicznych inwestorów. Za takie sukcesy uznawano sposób przeprowadzenia liberalizacji (a w przypadku Czech transformacji systemowej) i stabilizacji tych gospodarek, a w szczególności osiągnięcia w zakresie tempa wzrostu gospodarczego (zwłaszcza w krajach Azji Południowo-Wschodniej), obniżania stopy inflacji (w tym względzie najbardziej spektakularne wyniki osiągnęły niektóre kraje Ameryki Łacińskiej, a zwłaszcza Brazylia) i równoważenia finansów publicznych (Azja Południowo-Wschodnia, Czechy, Meksyk). W rezultacie gospodarki te były uważane przez inwestorów z krajów wysoko rozwiniętych za atrakcyjne miejsca dla lokowania swoich kapitałów.
4) Pomimo wymienionych wyżej niewątpliwych sukcesów, gospodarki tych krajów charakteryzowało występowanie istotnych słabości strukturalnych i/lub instytucjonalnych.
   a) W części tych krajów (Czechach, większość krajów Azji Południowo-Wschodniej i, w pewnym stopniu, Brazylii) nie nastąpiła właściwa restrukturyzacja na szczeblu mikroekonomicznym. Co więcej, często szło to w parze z występowaniem nieformalnych powiązań między sferą go-

spodarki i sferą polityki. Zjawiska te zdecydowanie negatywnie rzutowały na międzynarodową konkurencyjność tych gospodarek w dłuższym okresie.

b) Większość tych krajów (kraje Azji Południowo-Wschodniej, Czechy, Meksyk) miała nieefektywne i niewłaściwie nadzorowane sektory bankowe. Słabości te stawały się szczególnie groźne w warunkach masowego napływu kapitału zagranicznego, prowadząc do dalekiej od optymalnej jego alokacji oraz do nadmiernej ekspansji kredytowej.

c) Pomimo wspomnianych wcześniej osiągnięć w tłumieniu inflacji, praktycznie we wszystkich tych krajach pozostawała ona na poziomie wyższym niż w krajach wysoko rozwiniętych. Dla zwalczenia tego rezyduum inflacji z reguły stosowane były wysokie stopy procentowe, które jednak, zwłaszcza w połączeniu ze stałymi kursami walutowymi, były czynnikiem silnie przyciągającym zagraniczny kapitał portfelowy i krótkoterminowy oraz stymulującym zadłużanie się za granicą krajowych podmiotów gospodarczych [Lutkowski K., 1999].

d) W krajach tych, za wyjątkiem Azji Południowo-Wschodniej, relatywnie niska (a w przypadku Meksyku nawet bardzo niska) pozostawała stopa oszczędności krajowych. Tym samym dla osiągnięcia względnie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego niezbędny był bardzo znaczny napływ oszczędności zagranicznych. Zresztą również i w krajach Azji Południowo-Wschodniej, pomimo znacznie wyższej stopy oszczędności krajowych, zapotrzebowanie na oszczędności zagraniczne było nie mniejsze ze względu na bardzo wysoką kapitałochłonność wzrostu gospodarczego.

e) W większości tych krajów niezadowalająca była jakość publikowanych danych statystycznych o sytuacji finansowej państwa, a szczególne zastrzeżenia budziły znaczne opóźnienia w ujawnianiu pewnych kluczowych danych. Za najbardziej charakterystyczne pod tym względem uznać można przykłady Meksyku, Tajlandii i Korei Płd. W krajach tych dane o gwałtownym spadku rezerw walutowych i/lub wzroście krótkoterminowego zadłużenia walutowego ujawnione zostały dopiero wtedy, gdy ich poziomy były już, odpowiednio, alarmująco niskie bądź wysokie, co musiało wywołać panikę wśród inwestorów. Gdyby inwestorzy byli wcześniej informowani o narastaniu tych niekorzystnych tendencji, to ich reakcje mogłyby być znacznie bardziej umiarkowane.

f) Nawet w przypadkach realizowania bardzo ambitnych programów reform gospodarczych, zdarzały się w nich poważne zaniechania. Na przykład dotyczyły one reform systemu emerytalnego i systemu podatkowego w Brazylii, ustanowienia właściwych regulacji rynków finansowych w Czechach czy reformy (a praktycznie stworzenia) systemu zabezpieczeń społecznych w większości krajów Azji Południowo-Wschodniej.

Na szczególne podkreślenie zasługuje fakt, że wszystkie wymienione wyżej słabości gospodarek „wschodzących" stawały się szczególnie groźne właśnie w warunkach ich radykalnego otwierania się na wymianę międzynarodową, czyniąc gospodarki te wysoce podatne na kryzysy walutowe. Warto też zauwa-

żyć, że bardzo długo powyższe zagrożenia pozostawały, jeśli nie w ogóle niedostrzegane, to w każdym razie niedoceniane i to zarówno przez władze krajowe i rezydentów, jak i przez inwestorów zagranicznych.

Krajom, które w latach 90. dokonywały daleko idącej liberalizacji dewizowej i otwarcia swoich gospodarek na wymianę z zagranicą przyszło realizować te procesy w znacznie trudniejszych warunkach niż miało to miejsce w okresach wcześniejszych. Spowodowała to postępująca globalizacja gospodarki światowej, a w szczególności rynków finansowych oraz zmiany strukturalne zachodzące na tych rynkach. Międzynarodowy rynek finansowy zdolny jest dziś uruchamiać strumienie na skalę przekraczającą w ciągu jednego dnia sumę rezerw walutowych wszystkich banków centralnych świata razem wziętych. Ponadto głównymi „aktorami" na tym rynku stały się już nie banki komercyjne, ale banki inwestycyjne oraz przede wszystkim rozmaitego typu fundusze inwestycyjne, w tym osławione tzw. fundusze hedgingowe (hedge funds), kierujące się prawie wyłącznie krótkoterminowymi względami arbitrażowo-spekulacyjnymi i skłonne do podejmowania bardzo dużego ryzyka. Sposób działania tych głównych uczestników współczesnych rynków finansowych sprzyja występowaniu bardzo gwałtownych ruchów kapitałów: od masowego ich napływu napędzanego euforią finansową po paniczny niekiedy odpływ, nie zawsze mający w ogóle związek z sytuacją danej gospodarki [Lutkowski K., 1999]. Oczywiście wspomniane wyżej warunki są takie same dla wszystkich krajów. Niemniej jednak stwarzają one szczególne wyzwanie właśnie dla gospodarek „wschodzących" ze względu na relatywną płytkość ich rynków finansowych oraz przedstawione wcześniej słabości strukturalne i instytucjonalne tych gospodarek.

Podsumowując, proces integrowania się tzw. gospodarek wschodzących z gospodarką światową okazał się znacznie trudniejszy, niż sądzono jeszcze na początku lat 90. Ostre kryzysy walutowe (wraz ze wszystkimi ich dalszymi konsekwencjami), które dotknęły wiele z tych krajów, stanowiły uzewnętrznienie się poważnej sprzeczności między:

- z jednej strony radykalnym otwieraniem się tych gospodarek na wymianę międzynarodową oraz polityką stałego kursu walutowego z reguły konsekwentnie prowadzoną przez te kraje;
- z drugiej zaś strony wciąż licznymi słabościami strukturalnymi i instytucjonalnymi tych gospodarek oraz procesami zachodzącymi na światowych rynkach finansowych.

W tych okolicznościach, realizacja skądinąd słusznej strategii przyśpieszania wzrostu gospodarczego dzięki obfitemu korzystaniu z oszczędności zagranicznych, (czemu między innymi miało służyć integrowanie się z międzynarodowym rynkiem finansowym) okazała się wysoce ryzykowna. Sprawiły to trudności z kontrolowaniem zarówno skali deficytu obrotów bieżących, jak i struktury jego finansowania.

Deficyt ten zwiększał się z przyczyn natury zarówno wewnętrznej, jak i zewnętrznej. Tymi pierwszymi były wciąż niska konkurencyjność międzynarodowa gospodarek „wschodzących" oraz niska stopa oszczędności krajowych (lub

wysoka kapitałochłonność wzrostu gospodarczego). Główną przyczyną zewnętrzną był natomiast dopływ kapitału zagranicznego w skali często przekraczającej nie tylko aktualne potrzeby finansowania deficytu obrotów bieżących, ale nawet zdolności zaabsorbowania tego kapitału przez daną gospodarkę. Ten napływ kapitału, powodowany nadmiernie często optymistycznymi ocenami perspektyw danej gospodarki, wysokimi stopami procentowymi oraz uznawanymi za wiarygodne zapewnieniami władz krajowych o utrzymaniu stabilnego kursu walutowego przyczyniał się z kolei do dalszego pogłębiania się deficytu obrotów bieżących.

Co więcej, gospodarki te nastawione na przyciąganie inwestycji rozwojowych stały się terenem napływu w znacznej skali również i kapitałów krótkoterminowych. W niektórych przypadkach (jak na przykład w Korei Płd. i Brazylii) do niekorzystnej struktury dopływu kapitału zagranicznego przyczyniła się zresztą także błędna sekwencja liberalizacji dewizowej, polegająca na prawie pełnej liberalizacji dopływu kapitału krótkoterminowego przy utrzymaniu daleko idących ograniczeń dla dopływu kapitału długoterminowego (w tym zwłaszcza inwestycji bezpośrednich).

Z chwilą gdy rozmiary deficytu obrotów bieżących przekraczały poziom powszechnie uważany za jeszcze bezpieczny (najczęściej granicę tę sytuuje się gdzieś w przedziale między 5% PKB a 7% PKB), gdy pojawiał się już deficyt bilansu płatniczego (rozumiany jako ta część deficytu obrotów bieżących, która nie jest finansowana dopływem kapitału zagranicznego wynikającym z normalnej działalności gospodarczej, lecz dopływem kapitału krótkoterminowego, spekulacyjnego kapitału portfelowego i/lub spadkiem oficjalnych rezerw walutowych [Sławiński A., 1999]), a tym bardziej gdy jeszcze suma krótkoterminowego zadłużenia walutowego danej gospodarki oraz kapitału zagranicznego ulokowanego w łatwo zbywalnych krajowych instrumentach finansowych zaczynała już przekraczać poziom oficjalnych rezerw walutowych, warunki dla wybuchu kryzysu były już spełnione.

Nie oznaczało to jednak bynajmniej, iż do kryzysu dochodziło natychmiast. Na ogół „detonatorami" kryzysów walutowych okazywały się dopiero pewne dodatkowe czynniki wewnętrzne lub zewnętrzne bądź też splot jednych i drugich. Spośród czynników wewnętrznych najczęstszymi okazywały się wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego i/lub destabilizacja sytuacji politycznej. Spośród czynników zewnętrznych zdecydowanie na pierwszym miejscu plasował się efekt „zarażenia się" kryzysem w innym kraju. Siłę tego efektu wzmacniał sposób funkcjonowania licznych, operujących w skali globalnej, funduszy inwestycyjnych. Bardzo często reakcją na straty poniesione na jednym rynku „wschodzącym" było nieomalże automatyczne likwidowanie znacznej części lokat w pozostałych gospodarkach „wschodzących" w celu skompensowania tych strat. Kapitały były zatem wycofywane nawet z krajów bardzo odległych od tego dotkniętego kryzysem i słabo powiązanych gospodarczo z tym ostatnim.

W większości rozpatrywanych krajów (a już w szczególności w Meksyku i Tajlandii) w okresie bezpośrednio poprzedzającym wybuch kryzysu ich wła-

dze popełniły istotne błędy w polityce gospodarczej, które uniemożliwiły im, jeśli nie całkowite uniknięcie kryzysu, to przynajmniej znaczne złagodzenie jego przebiegu. W obliczu narastania opisanych wyżej ewidentnych przesłanek dla wybuchu kryzysu, władze nie zdecydowały się na odpowiednią korektę polityki makroekonomicznej, w tym zwłaszcza polityki kursowej (dokonanie odpowiednio głębokiej dewaluacji lub upłynnienie kursu walutowego) wtedy, gdy dysponowały jeszcze znacznymi rezerwami walutowymi i gdy na rynku nie wybuchła jeszcze panika. Najprawdopodobniej wynikało to z niedoceniania stopnia zagrożenia kryzysem walutowym i w związku z tym przedkładania różnych względów polityki wewnętrznej i/lub zagranicznej nad konieczność podjęcia trudnych i niepopularnych decyzji.

Można zatem zauważyć, że daleko idąca liberalizacja dewizowa realizowana bez spełnienia wszystkich warunków tradycyjnie uważanych za niezbędne dla jej powodzenia [Pietrzak E., 1996], a w szczególności tych dotyczących konkurencyjności danej gospodarki w skali międzynarodowej oraz odpowiednio niskiego poziomu inflacji okazała się przedsięwzięciem ryzykownym. Ceną jaką musiały zapłacić liczne kraje, które w latach 90. obrały taką strategię rozwoju były kryzysy walutowe wraz ze wszystkimi ich dalszymi skutkami. Niemniej jednak w warunkach postępującej globalizacji gospodarki światowej trudno wskazać alternatywną drogę rozwoju, która byłaby bezdyskusyjnie lepsza. Z jednej strony, jak to pokazano wyżej, globalne rynki finansowe zwiększają ryzyko związane z radykalnym otwieraniem gospodarki na wymianę międzynarodową, z drugiej jednak strony praktycznie uniemożliwiają dawniej stosowaną ostrożną i stopniową liberalizację dewizową, gdyż zdecydowana większość stosowanych ograniczeń dewizowych okazuje się w tych warunkach całkowicie nieskuteczna. Tymczasem trudno przecież uznać za rozwiązanie optymalne całkowitą autarkię.

Zagrożenie kryzysem walutowym w Polsce

Polska gospodarka wykazywała przez całą minioną dekadę znaczną odporność na kryzysy walutowe. Nie zachwiał nią poważniej żaden z omawianych wyżej kryzysów lat 90. O autentycznym zagrożeniu kryzysem walutowym zaczęło się mówić dopiero od drugiej połowy 1999 r. pod wpływem trzech następujących zjawisk:

- osiągnięcia przez stale pogłębiający się deficyt obrotów bieżących rozmiarów powszechnie uważanych już za niebezpieczne;
- pogorszenia się struktury finansowania tego deficytu do takiego stopnia, iż pojawił się już deficyt bilansu płatniczego;
- szybkiego zwiększania się krótkoterminowego zadłużenia walutowego polskich przedsiębiorstw.

Jak wiadomo z wcześniejszych rozważań te właśnie zjawiska należą do najpoważniejszych symptomów nadciągającego kryzysu walutowego. Dlatego też najpierw zostaną one pokrótce skomentowane. Następnie bardziej szcze-

gółowa już analiza prowadzona będzie według schematu zastosowanego w poprzednim rozdziale, tak aby stwierdzić, które z cech uznanych za charakterystyczne dla współczesnych kryzysów walutowych występują już w Polsce i jeśli tak, to w jakim zakresie.

Deficyt w obrotach bieżących bilansu płatniczego pojawił się w Polsce począwszy od roku 1996 i następnie systematycznie powiększał się. W relacji do PKB wynosił on 1,0% w 1996 r., 3,2% w 1997 r., 4,3% w 1998 r., 7,6% w 1999 r. i, według wstępnych danych, 8,3% po pierwszym kwartale 2000 r. Według najbardziej optymistycznych prognoz (OECD, NBP) w roku 2000 deficyt ten mógłby mieścić się w przedziale 7,0-8,0% PKB. Większość pozostałych prognoz widzi go raczej w przedziale 8,0-9,0% PKB. O źródłach tego deficytu mowa będzie nieco dalej, a na razie skoncentrujemy się na jego poziomie, który stał się już niewątpliwie niebezpieczny. Do większości omawianych już kryzysów walutowych lat 90. doszło przy poziomie deficytu obrotów bieżących w granicach 7,0-9,0% PKB i to na ogół nie później niż po kilkunastu miesiącach od osiągnięcia takiego poziomu. Zdarzały się również kryzysy (np. w Brazylii i w Korei Płd.) już przy znacznie niższym poziomie deficytu obrotów bieżących. Z drugiej jednak strony można wskazać przykłady krajów (np. Estonia, Łotwa, Litwa, Słowacja), którym udawało się przez pewien czas „bezkarnie" utrzymywać tak wysoki (lub nawet jeszcze wyższy) deficyt.

Do roku 1998 włącznie deficyt obrotów bieżących w Polsce był w całości (a niekiedy nawet z pewną nadwyżką) finansowany dopływem kapitału długoterminowego, to jest inwestycji bezpośrednich i kredytów długoterminowych. *Deficyt bilansu płatniczego*, w rozumieniu przyjętym w niniejszym referacie, pojawił się dopiero w 1999 r., przy czym jego precyzyjne oszacowanie napotyka na dwie bariery. Pierwszą jest relatywnie wysokie, dodatnie saldo pozycji „błędy i opuszczenia" (1,5% PKB), której rzeczywista struktura z założenia jest nieznana. Barierą drugą są trudności z zaklasyfikowaniem dopływu kapitału portfelowego. Jak już wspomniano wcześniej, z technicznego punktu widzenia kapitał ten może zostać błyskawicznie wycofany niezależnie od instrumentów, w których został ulokowany. Próbując z kolei zanalizować motywy, którymi kierują się inwestorzy, można chyba zgodzić się z tezą, iż w przypadku gospodarki takiej jak polska, wciąż jeszcze praktycznie całość inwestycji portfelowych w instrumenty dłużne oraz znaczna część takich inwestycji w papiery udziałowe ma charakter spekulacyjny [Sławiński A., 1999].

Przy takim założeniu, skoro, przy deficycie obrotów bieżących w wysokości 7,6% PKB, dodatnie saldo inwestycji bezpośrednich wyniosło 4,3% PKB, dodatnie saldo kredytów długoterminowych 1,2% PKB, a dodatnie saldo inwestycji portfelowych 0,7% PKB (z czego inwestycji w papiery dłużne 0,4% PKB, a inwestycji w papiery udziałowe 0,3% PKB), to deficyt bilansu płatniczego w 1999 r. szacować można na ok. 2,0% PKB. Wstępne dane za I kwartał 2000 r. wskazują na dalsze pogłębienie się deficytu bilansu płatniczego, ale nie pozwalają jeszcze na precyzyjniejsze jego oszacowanie. W świetle doświadczeń kryzysów lat 90. zjawiska pojawienia się i utrzymywania się tego deficytu trudno nie uznać za groźne.

Zadłużenie walutowe polskich przedsiębiorstw jest zjawiskiem stosunkowo nowym, ale zwiększa się ono dość szybko. Według danych NBP wynosiło ono 8,5 mld USD na koniec 1996 r., 10,7 mld USD na koniec 1997 r., 17,6 mld USD na koniec 1998 r. i 21,9 mld USD na koniec 1999 r. Zobowiązania krótkoterminowe stanowią tylko 1/3 całości zadłużenia i na koniec roku 1999 wynosiły 7,3 mld USD. Stanowiło to 29% oficjalnych rezerw walutowych wobec 22% rok wcześniej. Z jednej strony poziom tego wskaźnika jest wciąż jednym z najniższych wśród gospodarek „wschodzących", z drugiej jednak strony wzrasta on w najszybszym tempie w tej grupie krajów. Z kolei według ING Barings łączną kwotę krótkoterminowego zadłużenia walutowego oraz kapitału zagranicznego ulokowanego w łatwo zbywalnych instrumentach polskiego rynku finansowego szacować można na 15 mld. USD, czyli ok. 60% rezerw walutowych. Poziom również i tego wskaźnika nie jest alarmujący, ale niepokojąca może być jego tendencja wzrostowa, gdyż jak uczą doświadczenia krajów, takich jak Meksyk czy Korea Płd., gdy pojawiają się pierwsze przesłanki kryzysu walutowego omawiane powyżej wskaźniki potrafią wzrastać w zawrotnym tempie.

A oto jak wypada ocena polskiej gospodarki z punktu widzenia pozostałych cech charakterystycznych dla współczesnych kryzysów walutowych:

1) *Stopień otwarcia gospodarki na wymianę międzynarodową*. Otwieranie gospodarki na wymianę międzynarodową, zwłaszcza w zakresie liberalizacji dewizowej, przeprowadzane było w Polsce nieco ostrożniej niż w większości innych gospodarek „wschodzących". Złoty polski dopiero od czerwca 1995 r. uzyskał status waluty wymienialnej według standardów międzynarodowych, ale faktyczną wymienialność zewnętrzną uzyskał jeszcze znacznie później, bo w styczniu 1999 r. Nadal utrzymywane są natomiast pewne ograniczenia dla przepływów kapitałów krótkoterminowych. W szczególności dotyczą one dokonywania przez nierezydentów lokat złotowych w polskich bankach i zaciągania krótkoterminowych kredytów w polskiej walucie, a także krótkoterminowych inwestycji zagranicznych rezydentów. Pewne ograniczenia są też stosowane wobec zaciągania przez rezydentów krótkoterminowych kredytów zagranicznych.

Zgodnie z harmonogramem liberalizacji dewizowej uzgodnionym z OECD w momencie przyjmowania Polski do tej organizacji wszystkie te ograniczenia dewizowe miały zostać zniesione z początkiem roku 2000 i złoty miał stać się już walutą całkowicie wymienialną. Ze względu na trudną sytuację w bilansie płatniczym dalsza liberalizacja została jednak odłożona na czas bliżej nieokreślony (najwcześniejszy podawany termin to początek roku 2001).

Utrzymywanie wspomnianych ograniczeń dewizowych dość długo uważano za czynnik w jakimś stopniu chroniący polską gospodarkę przed kryzysem walutowym. W szczególności miały one nas zabezpieczać przed nadmiernym napływem kapitału krótkoterminowego oraz przed ewentualnym spekulacyjnym atakiem nierezydentów na polską walutę. Jednak w następstwie dynamicznego rozwoju rynków instrumentów pochodnych oraz przekształcenia złotego w walutę zewnętrznie wymienialną ograniczenia te przestały być sku-

teczne. Coraz częstsze są opinie, że wszystkie transakcje mogą już być przeprowadzane, jeśli nie normalnymi metodami, to za pomocą instrumentów pochodnych i że już teraz polski rynek postrzegany jest przez zagranicę jako otwarty na nieograniczone przepływy kapitałowe. W związku z powyższym ewentualna całkowita liberalizacja faktycznie niczego już nie zmieni [Rzeczpospolita, 2000].

Być może jednak bliższa prawdy byłaby nieco ostrożniejsza teza o minimalnej już tylko skuteczności stosowanych ograniczeń. Po pierwsze, istnieją pewne kategorie funduszy inwestycyjnych, które z założenia (bądź ze względu na ograniczenia prawne) w ogóle nie inwestują w krajach stosujących restrykcje dewizowe. Po drugie, ograniczenia te wciąż mogą pozostawać skuteczne wobec niewielkiej grupy drobniejszych inwestorów, nie korzystających z dobrodziejstw inżynierii finansowej. Po trzecie, ograniczenia te mogą w jakimś przynajmniej stopniu hamować przyrost krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego polskich podmiotów gospodarczych.

2) *Stosowany system kursu walutowego*. Polityka kursowa prowadzona w Polsce była znacznie bardziej elastyczna niż w krajach dotkniętych kryzysami walutowymi lat 90. Co prawda była to też odmiana systemu stałego kursu walutowego, ale od maja 1995 r. było to „pełzające pasmo" od początku względnie szerokie (14%), a następnie jeszcze stopniowo poszerzane (do 30%). Wreszcie od 12 kwietnia 2000 r. kurs został całkowicie upłynniony.

Decyzja o wprowadzeniu kursu płynnego wydaje się uzasadniona z kilku powodów, z których jednym, na którym skoncentrujemy się poniżej, jest zmniejszenie zagrożenia kryzysem walutowym. W sytuacji, w której jak to pokazano powyżej, trudno liczyć, aby przepływy kapitałów spekulacyjnych udało się ograniczyć za pomocą restrykcji dewizowych, funkcję tę musi przejąć polityka kursowa. Tymczasem dobrze wiadomo, że to właśnie system kursu płynnego stwarza najmniej dogodne warunki dla spekulacji walutowej. Co więcej jednak, w aktualnych okolicznościach na politykę kursową spada dalej jeszcze idące zadanie, odwrócenia w krótkim, a może nawet i średnim okresie negatywnych tendencji w kształtowaniu się salda obrotów bieżących. Przy wszystkich znanych zastrzeżeniach w tym względzie [McKinnon R.I., 1996], [Gotz-Kozierkiewicz D., 1999], to znowu płynny kurs, lepiej niż jakikolwiek inny system kursowy, może zapewnić adekwatne i w miarę bezszokowe dostosowanie się poziomu kursu walutowego do tzw. fundamentów gospodarczych, a w tym do stanu bilansu płatniczego.

Chociaż niewątpliwie jest jeszcze zbyt wcześnie na ostateczne wnioski, to już pierwszy miesiąc funkcjonowania nowego systemu kursowego zdaje się wskazywać, iż oczekiwania te mogą zostać spełnione. Uczestnicy rynku walutowego, pozbawieni takich punktów odniesienia jak skala pełzającej dewaluacji, odchylenie od kursu parytetowego i odchylenie od granic przedziału dopuszczalnych wahań, wydają się przywiązywać znacznie większą wagę do wspomnianych wcześniej czynników fundamentalnych.

Błędne wydaje się natomiast wręcz programowe odżegnywanie się Rady Polityki Pieniężnej od możliwości interweniowania na rynku walutowym, a tym

bardziej oświadczenia niektórych jej członków, iż Radę w ogóle nie interesuje kształtowanie się kursu walutowego. Na takie deklaracje pozwolić sobie może amerykańska Rezerwa Federalna, chociaż i w jej przypadku nigdy nie były one do końca prawdziwe, ale nie bank centralny w kraju takim jak Polska. Oczywiście w systemie sterowanego kursu płynnego wybór momentu i sposobu przeprowadzania interwencji walutowych jest kwestią niełatwą, której bank centralny musi się dopiero nauczyć. Instrumentu tego nie należy też w żadnym przypadku nadużywać, co jednak nie oznacza, iż można sobie pozwolić na programową rezygnację z jego wielorakich, możliwych zastosowań.

3) *Sukcesy w polityce gospodarczej*. Sukcesy polskiej gospodarki w ostatniej dekadzie są znacznie lepiej dostrzegane za granicą niż w samej Polsce. Zagraniczni inwestorzy oraz międzynarodowe organizacje gospodarcze szczególnie wysoko oceniają osiągnięcia Polski w transformowaniu i stabilizowaniu gospodarki, a także utrzymywanie relatywnie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. Oceny te znajdują zresztą wymierne odzwierciedlenie w decyzjach zagranicznych inwestorów lokujących swoje kapitały w Polsce, a także w warunkach, na jakich polskie podmioty mogą pozyskiwać kapitał za granicą. Mając jednak w pamięci doświadczenia krajów dotkniętych kryzysami w latach 90., trzeba przypomnieć, że takie oceny zagranicznych inwestorów bywają bardzo zmienne i nie zawsze w pełni uzasadnione. Najpierw długo dostrzegają oni wyłącznie mocne strony danej gospodarki, by potem popaść w drugą skrajność.

4) *Strukturalne i instytucjonalne słabości gospodarki*.

a) Niedostateczna restrukturyzacja na szczeblu mikroekonomicznym rzutująca na konkurencyjność gospodarki w skali międzynarodowej.

Jest to chyba najpoważniejsza słabość polskiej gospodarki i główna przyczyna szybkiego narastania deficytu obrotów bieżących. Do wniosku takiego skłania szereg przesłanek.

Po pierwsze, deficyt handlowy w ostatnich latach narastał nie tyle w wyniku bardzo szybkiego wzrostu importu, co w wyniku wolnego wzrostu (a niekiedy nawet spadku) eksportu. Analogiczna tendencja wystąpiła zresztą w obrocie usługowym.

Po drugie, polski eksport wyjątkowo słabo reagował na poprawę koniunktury gospodarczej na naszych głównych rynkach zbytu w Unii Europejskiej. Pozostawało to w jaskrawym kontraście z szybką i wyraźną reakcją eksportu krajów, takich jak Czechy i Węgry.

Po trzecie, nie wydaje się prawdziwy spotykany niekiedy pogląd, że to deficyt sektora publicznego stanowi główne źródło deficytu obrotów bieżących. Według najnowszych danych deficyt całego sektora publicznego, w takim ujęciu w jakim jest on rzeczywiście istotny z punktu widzenia salda obrotów bieżących (tj. liczony jako luka dochodowa pokrywana pożyczkami, podczas gdy wpływy z prywatyzacji zaliczane są do dochodów budżetowych), wynosił 1,3% PKB w 1998 r. i 1,1% PKB w 1999 r. [Wernik A., 2000 (a)], [Wernik A., 2000 (b)]. Pozwala to na sformułowanie dwóch istotnych wniosków:

- trudno uznać deficyt sektora publicznego za główne źródło deficytu obrotów bieżących, w sytuacji gdy tylko ok. 1/7 tego deficytu generował niedo-

bór w sektorze publicznym, a w 6/7 zapotrzebowanie na finansowanie zagraniczne sektora prywatnego;

- w 1999 r. deficyt sektora publicznego nawet zmniejszył się nieco, a więc nie sposób uznać go za przyczynę znacznego wzrostu deficytu obrotów bieżących, jaki miał miejsce w tym roku.

Po czwarte, nie wydaje się również, aby to dopływ kapitału zagranicznego odegrał decydującą rolę w pogłębianiu się deficytu obrotów bieżących. O ile niewątpliwie pewne znaczenie miały takie czynniki, jak wysoka importochłonność zagranicznych inwestycji bezpośrednich oraz oddziaływanie dopływu kapitału zagranicznego na pasywizację salda dochodów, to nie zadziałał, przynajmniej w 1999 r., opisany wcześniej mechanizm uważany za najważniejszy, czyli ten, który prowadziłby do pogorszenia międzynarodowej konkurencyjności polskiej gospodarki. Za tezą taką przemawia to, że w roku 1999, a więc tym w którym deficyt obrotów bieżących powiększył się tak drastycznie:

- łączny dopływ kapitału zagranicznego był mniejszy niż w roku poprzednim;
- nie miała miejsca realna aprecjacja złotego;
- nie nastąpił wzrost rezerw walutowych;
- źródłem przyrostu podaży pieniądza był wzrost krajowego komponentu bazy monetarnej.

Nawet zatem, jeśli w pewnych okresach rola napływu kapitału zagranicznego w generowaniu deficytu obrotów bieżących mogła być większa niż w roku 1999, to nie zmienia to podstawowego wniosku sformułowanego powyżej.

Jakie są więc główne przyczyny niskiej konkurencyjności polskiej gospodarki w skali międzynarodowej? Po pierwsze, zbyt wolno przebiega restrukturyzacja, demonopolizacja i prywatyzacja w kilku strategicznych sektorach gospodarki (energetyka, górnictwo, sektor paliwowy, telekomunikacja, poczta, kolej). Po drugie, ze względu na stosunkowo znaczne rozmiary polskiego rynku wewnętrznego, napływające dotąd do Polski zagraniczne inwestycje bezpośrednie w dużej części ukierunkowane były właśnie na zaspokajanie popytu wewnętrznego. Stąd między innymi ich efekt proeksportowy był słabszy niż w takich krajach, jak Węgry czy Czechy. Po trzecie, wiele polskich małych i nawet średnich przedsiębiorstw produkowało dotąd na potrzeby tzw. handlu przygranicznego, w przypadku którego wymogi konkurencyjne były znacznie niższe niż w przypadku normalnego eksportu. Po czwarte, słabo rozwinięta pozostaje infrastruktura finansowa (w tym na przykład fundusze inwestycyjne typu venture capital), która ułatwiałaby rozwój i restrukturyzację małych i średnich przedsiębiorstw. Bardziej kontrowersyjna jest natomiast kwestia braku aktywnej polityki przemysłowej państwa, gdyż zdania na temat celowości prowadzenia takiej polityki pozostają skrajnie podzielone.

b) Kondycja sektora bankowego i jakość nadzoru.

Pod tym względem sytuacja w Polsce jest zdecydowanie lepsza niż w prawie wszystkich gospodarkach „wschodzących" dotkniętych kryzysami w latach 90. Tak więc w tym przypadku trudno mówić o słabości polskiej gospodarki.

c) Stopa inflacji.

Dla odmiany pod tym względem sytuacja w Polsce jest szczególnie niekorzystna. Zagrożenie kryzysem walutowym pojawiło się przy stopie inflacji nie tylko relatywnie wysokiej (ponad 10% w skali rocznej), ale nawet lekko zwyżkującej w ostatnich miesiącach. Nieunikniona przy obecnym stanie bilansu płatniczego korekta w dół kursu złotego, zapoczątkowana już zresztą wkrótce po jego upłynnieniu w kwietniu br., może dodatkowo nasilić presję inflacyjną i jeszcze zaostrzyć dylematy przed jakimi stoi polityka pieniężna.

Przy tej okazji okazało się, że obrana w Polsce strategia forsowania jak najszybszego wzrostu gospodarczego kosztem bardzo powolnego obniżania stopy inflacji, ma nie tylko zalety, ale i wady. W warunkach postępującej liberalizacji przepływów kapitałowych, konieczność utrzymywania wysokich nominalnych i realnych stóp procentowych stanowi czynnik silnie stymulujący napływ kapitału krótkoterminowego i portfelowego, ze wszystkimi tego omawianymi szczegółowo wcześniej skutkami. Co więcej, przy niekorzystnym zbiegu okoliczności, taka „niedogaszona" inflacja grozi ponownym zaognieniem i to w najmniej dogodnym momencie.

d) Stopa oszczędności krajowych.

Analogicznie jak inne gospodarki „wschodzące", Polska cierpi na niedostatek własnych oszczędności, co zmusza ją do korzystania z oszczędności zagranicznych. Poziom krajowej stopy oszczędności w Polsce jest obecnie co prawda nieco wyższy od tego, który występował przed kryzysem w Meksyku i w Brazylii, ale z kolei niższy od tego, jaki miały nie tylko kraje azjatyckie, ale również i Czechy.

e) Jakość danych statystycznych.

Polska została niedawno uznana za jeden z sześciu krajów „wschodzących", które poczyniły w ciągu ostatnich dwóch lat największe postępy w udostępnianiu wiarygodnych, kompletnych i aktualnych danych o sytuacji finansowej gospodarki. Ten czynnik trudno zatem uznać za słabość polskiej gospodarki.

f) Zaniechania programu reform gospodarczych.

Pod tym względem Polska znowu wypada relatywnie korzystnie, co nie oznacza oczywiście, że takich zaniechań czy opóźnień w ogóle nie było. O opóźnieniach w restrukturyzacji, demonopolizacji i prywatyzacji niektórych strategicznych sektorów gospodarki była już mowa wcześniej. Dodać do tego można brak konsekwencji w kontynuowaniu reformy systemu podatkowego, opóźnione realizowanie niektórych ważnych reform strukturalnych (systemu emerytalnego i służby zdrowia), co następnie doprowadziło do niekorzystnego spiętrzenia się w czasie kilku reform i wreszcie niezreformowanie prawa pracy oraz sądownictwa.

Podsumowanie

Poziom, jaki osiągnął już deficyt obrotów bieżących oraz pojawienie się deficytu bilansu płatniczego, stanowią realne przesłanki wystąpienia kryzysu wa-

lutowego w Polsce. Teoretycznie do kryzysu takiego dojść może w każdej chwili, w praktyce jednak prawdopodobieństwo takiego zdarzenia w ciągu kilku najbliższych miesięcy jest bardzo nieznaczne. Przesądza o tym wysoki poziom oficjalnych rezerw walutowych i to zarówno w wyrażeniu bezwzględnym, jak i przede wszystkim w relacji do krótkoterminowego zadłużenia walutowego oraz zasobu kapitału zagranicznego, który mógłby zostać w krótkim czasie wycofany z Polski. Tym samym nie występuje groźba kryzysu płynności, a uczestnicy rynku walutowego muszą się liczyć z możliwością, iż ewentualny atak spekulacyjny na polską walutę może się nie powieść, co radykalnie zmniejsza prawdopodobieństwo takiego ataku. Warto jednak pamiętać, iż w warunkach istotnej już podatności gospodarki na kryzys walutowy, do kryzysu takiego może jednak dojść w przypadku wystąpienia pewnych szczególnych zdarzeń wewnętrznych (np. ostrego kryzysu politycznego) lub zewnętrznych (np. masowego odpływu kapitału ze wszystkich krajów „wschodzących"), a tym bardziej zbiegu takich zdarzeń.

Poważniej rysuje się zagrożenie kryzysem walutowym w średnim okresie. Mogłoby ono zmaterializować się zwłaszcza, jeśli w ciągu najbliższych miesięcy nie uległaby poprawie (a tym bardziej, gdyby jeszcze pogorszyła się) sytuacja w bilansie płatniczym oraz gdyby nie obniżyła się (a tym bardziej, gdyby wzrosła) stopa inflacji. Taka, dobrze znana z innych kryzysów, kombinacja stopniowo malejącego zaufania do polskiej waluty i gospodarki oraz bardzo wysokich stóp procentowych mogłaby w stosunkowo krótkim czasie doprowadzić do drastycznego pogorszenia się struktury napływającego kapitału zagranicznego oraz relacji krótkoterminowego zadłużenia walutowego i kapitału zagranicznego ulokowanego w łatwo zbywalnych instrumentach złotowych do oficjalnych rezerw walutowych. Wtedy zaś wybuch kryzysu walutowego byłby już tylko kwestią czasu.

Istnieje jednak znaczna szansa, iż taki „czarny scenariusz" nie zrealizuje się, a to za sprawą najpierw płynnego kursu walutowego, a następnie poprawy przynajmniej niektórych czynników strukturalnych oddziałujących na saldo obrotów bieżących. Płynny kurs złotego, dostosowując się do stanu bilansu płatniczego, może zapewnić przynajmniej krótkookresową poprawę salda obrotów bieżących. Ponadto, przez zwiększenie ryzyka kursowego, może on ograniczyć napływ do Polski kapitału spekulacyjnego oraz skłonność polskich podmiotów do zadłużania się za granicą. W dalszej kolejności można oczekiwać wzrostu eksportu zarówno w wyniku postępującej poprawy koniunktury gospodarczej w Unii Europejskiej, jak i w coraz większej skali napływających do Polski zagranicznych inwestycji bezpośrednich, z których przynajmniej część lokuje się jednak w sektorze eksportowym. Wreszcie, w nieco odleglejszej perspektywie można liczyć na wzrost stopy oszczędności krajowych (przede wszystkim w następstwie realizacji reformy systemu emerytalnego) oraz postępy w restrukturyzacji gospodarki na szczeblu mikroekonomicznym.

Z kolei dla zrealizowania się tego optymistycznego scenariusza kluczowe znaczenie będzie miała jakość polityki gospodarczej, zwłaszcza w warunkach gdy (wobec praktycznie całkowitego już otwarcia polskiej gospodarki na prze-

pływy kapitałowe) to de facto anonimowe siły globalnego rynku finansowego stały się decydującą instancją oceniającą jakość tej polityki. Wiarygodność tej polityki musi być oparta na trwałych fundamentach, co wymaga konsekwentnego kontynuowania reform strukturalnych, a ponadto, ponieważ zaufanie nie jest nigdy dane raz na zawsze, polityka makroekonomiczna musi być spójna, konsekwentna i wiarygodna stale.

Bibliografia

Calvo G.A., [1995], Varieties of Capital-Market Crises, *Working Paper*, University of Maryland.

Flood R.P. i Marion N.P., [1998], Pespectives on the Recent Currency Crisis Literature, *Working Paper nr 98/130*, International Monetary Fund.

Gotz-Kozierkiewicz D., [1999], Polityka pieniężna w Polsce w latach 90., w: Polityka finansowa w okresie transformacji – doświadczenia lat dziewięćdziesiątych, Instytut Finansów przy Wyższej Szkole Ubezpieczeń i Bankowości w Warszawie.

Krugman P., [1979], A Model of Balance-of-Payments Crises, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11.

Krugman P., [1997], Are Currecy Crises Self-Fulfilling? *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge: The MIT Press.

Lutkowski K., [1999], Mechanizm kryzysów walutowych w świetle ostatnich zakłóceń na międzynarodowych rynkach finansowych, *Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej SGH*, nr 6.

McKinnon R.I., [1996], The Rules of the Game. International Money and Exchange Rates, Cambridge: The MIT Press.

Obstfeld M., [1994], The Logic of Currency Crises, *Cahiers Economiques et Monetaires*, Vol. 43, Bank of France.

Pietrzak E., [1996], Wymienialność złotego, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.

Rybiński K. i Szczurek M., [1998], Learning lessons from the Asian crisis, w: *ING Barings Capital and Money Markets Report*, March.

Rzeczpospolita, [2000], nr 5570 (28.04.2000).

Sławiński A., [1999], Finansowanie deficytu w obrotach bieżących, *Ekonomista*, nr 1.

Sławiński A. i Dusza M., [1998], Kryzysy walutowe w krajach otwierających się na wymianę, NBP, Warszawa.

Wernik A., [2000 (a)] Deficyt obrotów bieżących, *Nowe Życie Gospodarcze*, nr 13.

Wernik A., [2000 (b)] Budżet państwa i dług publiczny, w: Raport o stanie finansowym państwa w 1999 r., Instytut Finansów przy Wyższej Szkole Ubezpieczeń i Bankowości, Warszawa.