Krzysztof Piech[1]

Trzy generacje kryzysów walutowych a obecna sytuacja gospodarcza Polski

Celem pracy jest rozważenie możliwości wystąpienia w Polsce kryzysu walutowego na podstawie istniejących w literaturze trzech generacji modeli kryzysów walutowych. Tematyka ta jest o tyle ważna, że – jak powiedział Paul Krugman – „Przyszli historycy mogą nazwać lata 90. jako »dekadę kryzysów walutowych«: nigdy wcześniej, nawet w okresie międzywojennym, kryzysy walutowe nie pełniły tak centralnej roli w sprawach świata"[2]. Przeszła i obecna sytuacja gospodarcza naszego kraju sugeruje możliwość znacznej deprecjacji złotego, co może być związane z wystąpieniem w Polsce kryzysu walutowego, a w konsekwencji finansowego i gospodarczego.

Związki pomiędzy kryzysami finansowymi a gospodarczymi

Nie tylko waga kryzysów walutowych dla rynków finansowych świata jest istotna, ale również to, że mogą one prowadzić do wystąpienia kryzysu gospodarczego. Przy czym zauważyć należy, że nie dzieje się tak w każdym przypadku i że również słabe fundamenty gospodarcze mogą prowadzić do kryzysu walutowego.

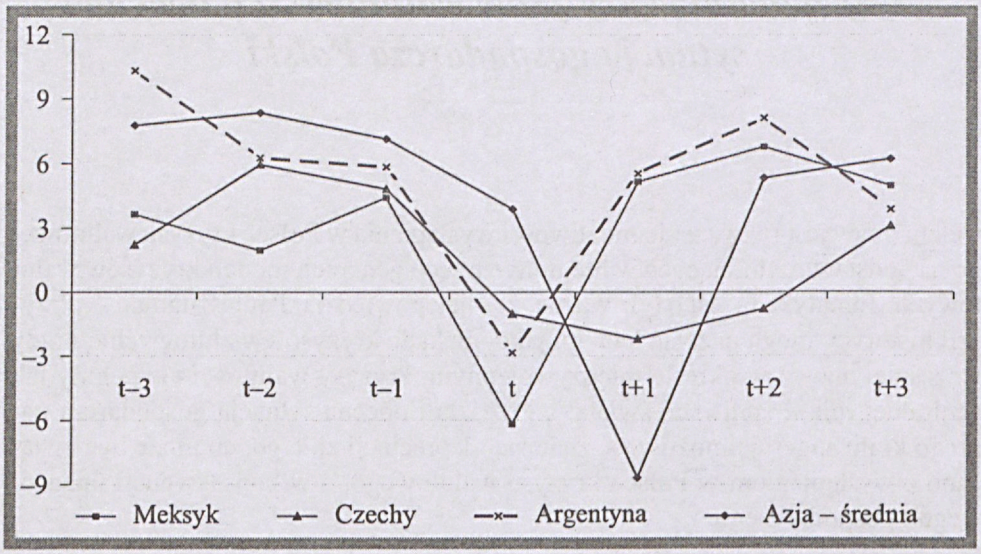
Opracowań na temat wpływu kryzysu walutowego na sytuację gospodarczą jest jednak mniej niż w przypadku analizy ich przyczyn. Prace na temat konsekwencji kryzysów finansowych mogą być podzielone na dwie grupy:

1. Dotyczące skutków kryzysu w danym kraju, w tym:
   - oparte na podejściu ilościowym (dzięki dostępowi do dokładnych danych),
   - oparte na podejściu jakościowym (przy wykorzystaniu wiedzy nt. przebiegu wydarzeń nie zawartej w oficjalnych źródłach);
2. Analizy przekrojowe, biorące próbkę nawet do 200 krajów i okres ponad 20 lat, przy czym przez poczynione założenia i tendencje do uogólnień (wszystkie kryzysy traktowane są jako jednakowe) nie są wolne od ograniczeń; standar-

[1] Autor jest pracownikiem Katedry Polityki Gospodarczej SGH w Warszawie.
[2] *Currency Crises*, P. Krugman (ed.), University of Chicago Press, Chicago 2000.

dowa procedura to analiza (zwykle graficzna) zachowania zmiennych makroekonomicznych w tzw. oknie kryzysu (crisis window), tj. przed i po kryzysie, a następnie porównanie średnich wyników przed, w trakcie i po kryzysie[3].

Na poniższym rysunku zaprezentowany został przykład analizy kryzysów finansowych na realny PKB wybranych krajów.



Objaśnienia:

t – rok wystąpienia kryzysu finansowego (Meksyk – 1995 rok, Argentyna – 1995 rok, kraje azjatyckie i Czechy – 1997 rok)[4]

Azja – średnia – średnia ważona realnego PKB Filipin, Indonezji, Korei, Malezji, Tajlandii[5]

Przebieg stóp zmian realnego PKB wybranych krajów (w %) w zależności od roku wystąpienia kryzysu walutowego

Źródło: oblicz. i oprac. wł. na podst.: *World Economic Outlook Database*, IMF, Washington, May 2001.

Jak więc widać, kryzys finansowy ma duże konsekwencje w sferze realnej. W zaprezentowanej próbce trzech krajów i jednej grupy państw, spadek PKB za-

[3] Por. M. Błaszkiewicz, W. Paczyński, *The Economic and Social Consequences of Financial Crises*, [in:] *Currency Crises in Emerging Markets – Selected Comparative*, M. Dąbrowski (ed.), CASE, Warsaw 2001, s. 104.

[4] Wzięto rok 1995, gdyż kryzys walutowy rozpoczął się dopiero 20 grudnia 1994 rok i nie mógł jeszcze w 1994 roku przełożyć się na sferę realną. Konsekwencje w sferze realnej wystąpiły w Azji w wartościach rocznych dopiero w 1998 roku, gdyż kryzys walutowy rozpoczął się w drugiej połowie 1997 r. (za rok t obrano 1997). Kryzys walutowy w Czechach rozpoczął się w maju 1994 r., a w Argentynie – na początku 1995 roku.

[5] Autor zastosował tu lepszą miarę (niż np. średnia arytmetyczna) – średnią ważoną. Technika obliczeń uwzględniała tempo realnego PKB wymienionych krajów i ważona była udziałem wzajemnego stosunku ich PKB według parytetu siły nabywczej.

zwyczaj trwał jeden rok (zauważyć należy, że był to znaczny spadek). Było tak w przypadku Azji Wschodniej, Meksyku i Argentyny[6] – głównie dzięki znacznej pomocy międzynarodowych instytucji finansowych. Czechy natomiast doświadczyły 3-letniego kryzysu gospodarczego[7].

Wpływ na PKB nie jest jedynym ważnym skutkiem kryzysu finansowego. Znaczące mogą być też (częściowo wskutek wystąpienia kryzysu gospodarczego) efekty społeczne, jak np. spadek płac realnych, wzrost bezrobocia czy nawet wzrost śmiertelności[8].

Zgodnie z podziałem kryzysów finansowych, wg Radeleta i Sachsa, największy, niszczący wpływ na realną aktywność gospodarczą mają: „panika finansowa" oraz „disorderly workout", natomiast „upadek bańki" i „kryzys pokusy nadużycia" – niski, a „kryzys wywołany polityką" – niekoniecznie przekłada się na sferę realną[9]. Można zauważyć pewne dwa podejścia do badania wydarzeń gospodarczych, a kryzysów w szczególności: teoretyczne i empiryczne. Przy czym teoretyczne modele nie pokrywały się z tym, co występowało w rzeczywistości. Stąd występowała konieczność uzupełnienia lub zmiany modelu. Tak również było w przypadku kryzysów gospodarczych i walutowych. Początkowo, w modelach kryzysów walutowych (I generacji), były one uważane za zdarzenia pieniężne z małymi konsekwencjami realnymi. Kolejne modele (II generacji) podkreślały możliwość wyboru makroekonomicznego pomiędzy dewaluacją waluty a pogorszeniem sytuacji gospodarczej, co było potwierdzone przez wydarzenia w Europie w roku 1992[10]. Niedawne doświadczenia gospodarek wschodzących sugerowały, że w przypadku wielu kryzysów walutowych zmuszenie krajów, które ich doświadczyły, do gwałtownego odwrotu od deficytu obrotów bie-

[6] Można zwrócić uwagę na bardzo podobny kształt przebiegu PKB w Argentynie do Meksyku. Jednym z możliwych wyjaśnień jest fakt, że kryzys (tequila crisis) w Meksyku przeniósł się do Argentyny.

[7] Konsekwencje w sferze realnej wystąpiły w Azji w wartościach rocznych dopiero w 1998 roku, gdyż kryzys walutowy rozpoczął się w drugiej połowie 1997 roku (w Meksyku – w grudniu 1994 roku, w Czechach – w maju 1994 roku, w Argentynie – na początku 1995 roku).

[8] Naukowcy, po przeanalizowaniu kryzysów w Meksyku w latach 80. i 90. odkryli dowody na to, że kryzysy gospodarcze wpływają na śmiertelność. Dzieje się to przez zredukowanie dochodów i możliwe, że przez zwiększenie obciążenia sektora medycznego. Przykładowo w czasie ostatniego kryzysu (1995–1996), stopa śmiertelności była ok. 5–7% wyższa w latach kryzysu w porównaniu do okresu bezpośrednio go poprzedzającego. Oznaczało to 0,4% wzrostu śmiertelności w grupie osób starszych oraz 0,06% wzrostu w śmiertelności bardzo młodych. Zob. D. Cutler, F. Knaul, R. Lozano, O. Méndez, B. Zurita, *Financial crisis, health outcomes and aging: Mexico in the 1980s and 1990s*, NBER Working Papers, no. 7746, June 2000.

[9] S. Radelet, J. Sachs, *The Onset of the East Asian Financial Crisis*, [in:] *Currency Crises*, op.cit., s. 110.

[10] Badania R. Gordona pokazały jednak, że konwencjonalny pogląd, że byłoby lepiej odnieść porażkę a nie zwycięstwo w bronieniu waluty, jest zbyt jednostronne z powodu częstego odnoszenie się do jednego porównania – Wielkiej Brytanii i Francji w 1992 roku oraz że wnioski na ten temat nie są jednoznaczne. *Currency Crises*, op.cit., s. 5.

żących do nadwyżki powoduje drastyczne spadki gospodarcze. Stąd powstały modele III generacji.

Zgodnie z wnioskami Milesi-Ferrettiego i Razina, kryzysy walutowe są zazwyczaj związane z gwałtownym spadkiem produktu, natomiast zwrot w obrotach bieżących – nie[11].

Pierwsza generacja modeli kryzysów walutowych

Modele pierwszej generacji rozwijane były po kryzysach bilansów płatniczych w Meksyku (1973–1982), Argentynie (1978–1981) i Chile (1983). Związane były z powiązaniami występującymi pomiędzy kursem walutowym, a fundamentami gospodarczymi – zwykle chodziło o finansowanie deficytu budżetowego, co prowadziło do kryzysu. Jako pierwszy prace nad sformułowaniem tego modelu podjął P. Krugman[12].

Kanoniczny model pierwszej generacji odnosi się do małej, otwartej gospodarki[13]. Reżim sztywnego kursu walutowego upadnie, kiedy obecny kurs walutowy jest równy stopie shadow-floating (tj. taki kurs, który nastąpi, kiedy rezerwy walutowe będą równe zeru, a kurs byłby po tym uwolniony, czy też inaczej: kiedy atak spekulacyjny się udał), która jest proporcjonalna do poziomu kredytu krajowego, jego udziału w podaży pieniądza i tempie jego wzrostu. Im wyższy jest początkowy poziom rezerw i/lub niższa stopa ekspansji kredytu krajowego, tym dłuższy jest czas przed zaatakowaniem sztywnego kursu. Jeśli nie ma spekulacji, kryzys wystąpi, gdy rezerwy się wyczerpią[14].

Podstawowy model pierwszej generacji został zmodyfikowany w trzech kierunkach:

1. Aktywna polityka rządu podczas kryzysu lub sterylizacja strat rezerw – polega na tym, że zmienia się struktura pieniądza: władze skupują krajowe papiery wartościowe i kompensują straty rezerw zmianą w podaży pieniądza, poprzez to obniżają premię za ryzyko; straty rezerw są więc zastąpione kredytem wewnętrznym.
2. Wprowadzenie niepewności w przewidywaniu ataków spekulacyjnych – ta odmiana modelu wprowadza nieliniowe oczekiwania prywatne i poprzez to, oprócz

[11] G.M. Milesi-Ferretti, A. Razin, *Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities*, [in:] *Currency Crises*, op.cit., s. 285–323. Przy czym „gospodarki otwarte na handel wydają się wyglądać lepiej po kryzysie" walutowym. Ibidem, s. 318.

[12] P. Krugman, *A model of Balance of Payment Crises*, „Journal of Money, Credit, and Banking" 1989, vol. 11, s. 311–325.

[13] R. Chang, A. Velasco, *Financial crises in emerging markets: a canonical model*, „NBER Working Paper" 1998, no. 6606.

[14] R. Antczak, *Theoretical Aspects of Currency Crises*, „Studies & Analyses" no. 211, CASE, 2000, s. 15–16.

sprzeczności w polityce makroekonomicznej, wprowadza element samospełniających się przewidywań na temat ryzyka walutowego.

3. Polityka dla zapobieżenia kryzysowi (przy czym władze powinny być wiarygodne[15]), włączając w to przyjmowanie kredytów zagranicznych i nakładanie ograniczeń w przepływie kapitału[16].

Druga generacja modeli kryzysów walutowych

Modele te były rozwijane po atakach spekulacyjnych w Europie i Meksyku w latach 90. Rzeczywistość zmieniła się na tyle, że modele z wcześniejszej dekady nie przystawały do nowych warunków[17]. Ponadto w praktyce okazywało się, że polityka gospodarcza ma do dyspozycji więcej instrumentów niż tylko te przypisywane polityce pieniężnej, występujące we wcześniejszych modelach.

Wczesne modele kryzysów były „fundamentalistyczne" – kryzysy zdarzały się w krajach, w których w długim okresie stały kurs walutowy był nie do utrzymania i kiedy warunki gospodarcze, najczęściej poziom rezerw zagranicznych, przekroczyły pewien punkt krytyczny. Inny model przedstawił Obstfeld[18], a Eichengreen, Rose i Wyplosz nazwali go modelem drugiej generacji[19]. Modele kryzysów drugiej generacji wiążą się z silnym elementem samospełniającej się przepowiedni. Odnoszą się one do reżimu kursowego, który mógłby przetrwać przez nieokreślony czas, a mimo to upadł, jeśli był przedmiotem losowego ataku spekulacyjnego. Tak też uważali Radelet i Sachs. W tych modelach nacisk był położony nie na problemy wymiany zagranicznej, ale na problemy polityki makroekonomicznej, któ-

[15] Władze mogą wpływać na kurs walutowy by utrzymać go w wyznaczonym przedziale. W przypadku wystąpienia szoku zmniejszającego zapas pieniądza rośnie presja na aprecjację waluty. Chcąc utrzymać kurs w określonym paśmie, władze (przy założeniu ich wiarygodności) zwiększą w przyszłości zapas pieniądza, a kurs będzie raczej deprecjonował, a nie umacniał się. Oczekując tego, spekulanci będą sprzedawać krajową walutę, a więc jej kurs się obniży. Zatem spekulacja będzie stabilizowała kurs walutowy (!). Jeśli jednak władze są mniej wiarygodne, spekulanci będą niepewni co do przewidywań przyszłej polityki w przypadku wystąpienia szoku. Jeśli będą one np. zwiększały zapas pieniądza (czyli wzrośnie presja na deprecjację waluty), to spekulanci mogą to odebrać jako sygnał słabości fundamentów gospodarki i dodatkowo destabilizować kurs. Ibidem, s. 20.

[16] Ibidem, s. 17–19.

[17] Zgodnie z Eichengreen i Jeanne, model drugiej generacji dobrze wyjaśnia ważne kryzysy walutowe w okresie międzywojennym: odejście od złotego standardu w Wielkiej Brytanii w 1931 roku Zob. B. Eichengreen, O. Jeanne, *Currency Crisis and Unemployment: Sterling in 1931*, [in:] *Currency Crises*, P. Krugman (ed.), University of Chicago Press, Chicago 2000, s. 7–43.

[18] Por. M. Obstfeld, *The logic of currency crises*, Cahiers Economiques et Monétaires (Bank de France), no. 43/1994, s. 189–213.

[19] Por. B. Eichengreen, A. Rose, C. Wyplosz, *Speculative attacks on pegged exchange rates: An empirical exploration with special reference to the European Monetary System*, [in:] *The new transatlantic economy*, M. Canzoneri, W. Ethier, V. Grilli (ed.), Cambridge University Press, New York 1996.

rej możliwe efekty stawały się przedmiotem spekulacji. Modele pierwszej generacji odnosiły się raczej do konfliktu pomiędzy krajowymi i zewnętrznymi instrumentami polityki gospodarczej, a modele drugiej generacji były skoncentrowane na wewnętrznych i zewnętrznych celach polityki.

Zgodnie z modelem drugiej generacji rząd jest w stanie obronić kurs (np. poprzez odpowiednio wysokie stopy procentowe), jednak nie jest on sprawą najważniejszą. Otóż rząd w swojej polityce gospodarczej rozważa koszty obrony kursu: utratę wiarygodności, a także porażkę polityczną z powodu zarzucenia obrony i dopuszczenia płynności waluty. W takim przypadku podwyższone zostaną stopy procentowe i utrzymane tak długo, dopóki władze nie uznają tego dłużej za akceptowalne[20]. Innym sposobem obrony kursu jest interwencja na rynku walutowym poprzez użycie rezerw. Jest to podstawowy i najwcześniejszy sposób zwalczania ataku spekulacyjnego, który jest często wspomagany (niechętnie, ze względu na koszty w postaci zwolnienia tempa wzrostu czy recesji) przez wzrost stóp procentowych. Są przykłady krajów, którym się to udało (Argentyna w 1995, Słowacja w 1997 roku), ale też dużo przykładów takich, kiedy nie udało się tego uczynić.

Zatem modele pierwszej i drugiej generacji różnią się od siebie w dwóch kwestiach: rządy państw doświadczających kryzys drugiej generacji mają ograniczoną – przez czynniki polityczne i ekonomiczne – swobodę działania, a ataki spekulacyjne są mniej związane z fundamentami, a nawet mogą wystąpić przy dobrych podstawach gospodarki. Modele drugiej generacji oparte są na teorii gier z trzema graczami: władzami, posiadającymi skończony zapas rezerw i dwoma graczami. Występują trzy możliwe warianty gry:

1. „Gra wysokich rezerw" (High Reserve), gdzie wielkość rezerw władz jest wyższa, niż połączone zapasy pieniądza krajowego w posiadaniu obydwu graczy prywatnych. Nawet jeśli obaj sprzedają swoje zasoby władzom, rezerwy pozostają na poziomie wystarczającym do utrzymania kursu walutowego i spekulanci na tym tracą.
2. W „grze niskich rezerw" (Low Reserve), poziom rezerw jest tak niski, że jeden z graczy może zmienić przywiązanie kursu walutowego. Gracz, który sprzedał swoje krajowe rezerwy, zyskuje. Jeśli obaj gracze sprzedają, każdy otrzymuje połowę rezerw władz i dzieli zyski kapitałowe.
3. W trzeciej, najbardziej interesującej – z punktu widzenia teoretycznego – „grze średnich rezerw" (Intermediate Reserve), żaden z graczy nie może samodzielnie zmienić kursu walutowego, ale obaj razem – mogą[21].

[20] *Currency Crises*, op.cit., University of Chicago Press, Chicago 2000, s. 2–3.

[21] Występują w tej grze dwie równowagi Nasha. W pierwszej, obydwaj handlowcy sprzedają i sztywny kurs walutowy upada. Ale jeśli żaden z nich nie wierzy, że inny zaatakuje, zgodnie z drugą równowagą Nasha – kurs walutowy przetrwa. W tej grze atakowana równowaga ma samo spełniający się element, ponieważ kurs walutowy jeśli jest zaatakowany – upada, a w przeciwnym wypadku – przetrwa. Średni stan fundamentów (rezerw rządowych) sprawia, że upadek jest możliwy, ale nie jest ekonomiczną koniecznością. M. O b s t f e l d, *Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features*, „NBER Working Paper" no. 5285, October 1995, s. 5.

Trzecia generacja modeli kryzysów walutowych

Szybko zmieniająca się rzeczywistość doprowadziła do zbudowania nowych modeli – trzeciej generacji. Kryzysy na rynkach wschodzących w 1995 i 1997 r. nie pasowały do logiki kryzysów drugiej generacji. Jest wiele modeli trzeciej generacji; skupiają się one na pośrednictwie finansowym i efektach płynności.

W literaturze występują dwa główne podejścia do modelowania, oparte na:

1. Syndromie przeinwestowania (over-borrowing syndrom) – reprezentowane przez McKinnona i Phila, a także Krugmana i wielu innych oraz pokusie nadużycia (moral hazard) – Corsetti, Pesenti, Roubini[22]. Modele te skoncentrowane są na roli ukrytych gwarancji kredytowych w generowaniu nadmiernego ryzyka inwestycyjnego. Otóż banki i instytucje finansowe, dążąc do zwiększenia zysków, udzielają kredytów o zbyt dużej wartości. Oczekują one, że w przypadku wystąpienia kryzysu finansowego, władze nie pozwolą na ich upadek (obawiając się np. efektu domina). W tej sytuacji pozwalają sobie na nadmierną ekspansję bez brania pod uwagę ryzyka. Zatem gospodarka, która wydaje się być w doskonałej kondycji (duże inwestycje, które mają się w przyszłości przełożyć m.in. na wzrost gospodarczy), w rzeczywistości cechuje się wadami strukturalnymi.

2. Panice bankowej (bank run) – sugerowanej przez Radeleta i Sachsa[23]. Podkreślają oni samospełniający się charakter upadku reżimu walutowego spowodowany przez inwestorów zagranicznych. Do paniki przyczyniają się oni poprzez wspólną, negatywną ocenę polityki gospodarczej, a także źle skonstruowane programy pomocy międzynarodowej.

„Akademicka opinia poszła daleko w kierunku poglądu o samospełniających się kryzysach, głównie z powodu zjawiska „zarazy": sposobu, w którym kryzys w jednym kraju wydaje się być w stanie przenieść do innego, nawet jeśli związki gospodarcze między nimi są słabe. Większość ekonomistów doszła do przekonania, że może się to zdarzyć, tylko jeśli jeden kraj może poruszyć samospełniający się atak na walutę innego"[24]. Efekt zarazy może więc wystąpić w przypadku krajów:

1. Posiadających między sobą realne (handlowe i finansowe) powiązania (np. atak spekulacyjny na jedną walutę zakończony jej dewaluacją zmusza inne kraje – dla utrzymania swojej konkurencyjności – również do dewaluacji, co może być przedmiotem spekulacji).

2. Niezwiązanych ze sobą. Są tego dwa wytłumaczenia:

---

[22] Por. R. McKinnon, H. Phil, *Credible Liberalization and International Capital Flows: the „Overborrowing Syndrom"*, [in:] T. Ito, A. Kruger, *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, The University of Chicago Press, Chicago 1996. P. Krugman, *What happened to Asia*, MIT, January 1998. G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini, *Paper Tigers? A Model of Asian Crisis*, „NBER Working Paper" no. 6783, November 1998.

[23] S. Radelet, J. Sachs, *The Onset of the East Financial Crisis*, NBER Working Paper, no. 6680, August 1998.

[24] *Currency Crises*, op.cit., 2000, s. 4.

- ponieważ występuje asymetria informacji, a rynki nie są doskonale efektywne, prowadzi to do uznawania krajów za grupę z pewnymi wspólnymi, lecz nie dokładnie obserwowanymi charakterystykami,
- zobowiązania polityczne do utrzymania reżimu kursowego, co samo w sobie jest przedmiotem do ataku spekulacyjnego i zachowań stadnych[25].

Mimo że prace nad modelami trzeciej generacji nie są jeszcze zakończone, Krugman podjął prace nad opracowaniem modelu czwartej generacji. Argumentuje, że o ile wcześniejsze powstały po wystąpieniu kryzysu, to należy podjąć się sformułowania modelu przed kolejnymi, które nie muszą wcale dotyczyć kryzysów walutowych, a kryzysów finansowych, w których ceny aktywów pełnią centralną rolę[26].

Obecna sytuacja kursu walutowego w Polsce

Polska jest jednym z nielicznych krajów transformacji systemowej, które nie przeszły (jak dodają zgryźliwie niektórzy inwestorzy zagraniczni i ekonomiści: „jak dotąd") kryzysu walutowego. Polska uniknęła kryzysu I generacji w kwietniu 2000 roku. Doszło wtedy do poważnych napięć na rynku walutowym w Polsce. Jednakże kraj nasz już posiadał płynny kurs walutowy, co zapobiegło spekulacji i ewentualnemu wypływowi rezerw z banku centralnego dla obrony kursu.

Wcześniej, w sierpniu 1998 roku nasz kraj odczuł efekty kryzysu walutowego w Rosji. Przy czym były pewne podstawy realne do tego zjawiska, ze względu na istniejące powiązania handlowe, a w przypadku dewaluacji rubla należało się spodziewać spadku polskiego eksportu do Rosji. Podobnie też było 27 maja 1998 roku, kiedy za sprawą załamania w Rosji złoty stracił 6,4 gr wobec dolara i 4,25 gr wobec marki[27]. Przeniesienie zewnętrznych impulsów kryzysowych do Polski widoczne było również w styczniu 2001 r. po wybuchu kryzysu w Turcji i objawiło się deprecjacją złotego[28].

W obecnej chwili efekty polityki gospodarczej rządu nie są satysfakcjonujące, o czym świadczy wiele wskaźników makroekonomicznych, co mogłoby sugerować możliwość wystąpienia kryzysu finansowego. W sierpniu 2001 roku natomiast okazało się, że w Polsce rozpoczął się kryzys finansów publicznych. Mimo przejścia na płynny kurs walutowy wciąż istnieje pewne ryzyko nagłego załamania się złotego. Sytuacja taka wystąpiła 6 lipca 2001 roku. Złoty stracił wtedy w ciągu

[25] R. Antczak, *Theoretical Aspects of Currency Crises*, op.cit., s. 28.

[26] P. Krugman, *Crises: The Next Generation?*, Tel Aviv University, March 25–26, 2001 (conference paper).

[27] Z. Krajewska, *Rosyjski kryzys, polskie kłopoty*, „Rzeczpospolita" nr 124, 28 maja 1998.

[28] Deprecjacji uległa wtedy także wartość innych walut np. brazylijskiego reala, a z naszego regionu węgierskiego forinta.

kilku godzin 5,5% w stosunku do dolara i 4,5% do euro i był to największy jednodniowy spadek w ciągu ostatnich kilku lat. Ponieważ są to dość niedawne wydarzenia, nie będę przypominał wskaźników makroekonomicznych (zwłaszcza, że cześć ekonomistów uważa, że załamanie nie było uzasadnione fundamentalnie), a jedynie bezpośrednie czynniki do niego prowadzące.

Ryzyko wystąpienia kursu walutowego często związane są ze stosunkiem inwestycji spekulacyjnych do rezerw walutowych kraju. W Polsce na koniec maja 2001 roku określone one były na poziomie ok. 4,2 mld dolarów, wobec rezerw walutowych NBP wynoszących ok. 27 mld dolarów. Zdaniem Rosatiego, aprecjacja złotego nie jest wywołana napływem kapitału spekulacyjnego, ale innymi czynnikami. Wg Rosatiego, trwała tendencja do nominalnej aprecjacji złotego występuje od 13 października, kiedy kurs „koszyka" dwóch podstawowych walut (dolara USA i euro w stosunku 1:1 wg kursów fiksingowych NBP) wyniósł 4,374 zł, a następnie systematycznie spadał do 3,73 na koniec maja 2001 roku, czyli o 14,7%. Natomiast w tym okresie napływ kapitału w instrumenty dłużne był ujemny i wyniósł –2,47 mld dolarów. Aprecjacja spowodowana była więc nie wzrostem inwestycji spekulacyjnych, ale napływem kapitału w inwestycje bezpośrednie i instrumenty udziałowe, który wyniósł 8,1 mld dolarów, spowodowanym w dużej mierze prywatyzacją TP S.A.[29]. Zauważyć więc należy dość niepokojącą sytuację: mimo wzrostu stóp procentowych nie napływa kapitał spekulacyjny, co oznacza, że rośnie ryzyko inwestowania w naszym kraju (w tym ryzyko kursowe). W pierwszym kwartale 2000 roku było ono spowodowane głównie wysokim deficytem bilansu obrotów bieżących, a następnie innymi czynnikami.

Warto jest prześledzić wydarzenia towarzyszące ostatniemu (początek lipca 2001 roku), gwałtownemu spadkowi kursu złotego. Wielu ekonomistów, winą za tę deprecjację obarcza rząd. Zdaniem autora, należy jednak sprostować te opinie.

Do przyczyn wewnętrznych deprecjacji złotego z 6 lipca 2001 roku zalicza się: oczekiwania rynku na wyniki głosowania w sejmie nad wotum nieufności dla ministra skarbu, wypowiedzi Leszka Millera, a także prezydenta i ministra skarbu. Dopiero pod koniec dnia nasza waluta się nieco wzmocniła.

Jednakże ani wypowiedzi te, ani napięcia związane z sytuacją polityczną i budżetową nie były najważniejszymi przyczynami załamania kursu złotego. Otóż Polska po raz pierwszy na taką skalę odczuła skutki sytuacji międzynarodowej. W piątek, 6 lipca, wystąpiły spadki kursów walut w wielu krajach zaliczanych do grupy emerging markets, w tym również w Polsce[30]. W kolejnych dniach sytuacja nieco się uspokoiła, ale w dalszym ciągu dochodziło do deprecjacji złotego, tym razem już w większym stopniu pod wpływem sytuacji wewnętrznej.

[29] D. R o s a t i, *Inwestycje zagraniczne wspierają złotego*, „Rzeczpospolita" nr 157, 7 lipca 2001 roku.

[30] W Brazylii real stracił 3% wartości wskutek niepomyślnych informacji o sytuacji w Argentynie. Napięcia na międzynarodowym rynku walutowym spotęgowały również oczekiwania na losy porozumienia Turcji, która na początku roku doświadczyła kryzysu walutowego i finansowego, z MFW.

Tak więc na początku lipca 2001 roku wystąpiło w Polsce zjawisko na kształt tequila effect, gdzie zawirowania na rynkach kapitałowych świata dotknęło oprócz Brazylii i Turcji – również nasz kraj. Oznacza to, że złoty jest dość znacznie związany z kursem walut innych emerging markets. Jeśli znacznie pogorszy się sytuacja w nich, można by spodziewać się zjawiska przenoszenia kryzysów walutowych, nawet pomiędzy krajami o słabych lub prawie żadnych powiązaniach realnych, czyli tzw. zarazy (contagion). Mimo osłabienia się złotego, jego kurs był nadal – w opinii wielu ekspertów – nadwartościowy. Zgodnie z oczekiwaniami analityków, mogła nastąpić deprecjacja złotego nawet do 5 zł za dolara pod koniec 2001 roku.

Możliwe scenariusze wydarzeń na rynku walutowym w Polsce

W obecnej sytuacji gospodarczej Polski nie można mówić o wystąpieniu kryzysu walutowego pierwszej generacji, ze względu chociażby na brak wysokiego deficytu obrotów bieżących. Ważniejszą jednak przyczyną niemożności wystąpienia któregokolwiek ze znanych w literaturze rodzajów modeli kryzysów w Polsce jest posiadanie kursu płynnego. W tej sytuacji może jednak wystąpić tzw. sytuacja kryzysowa (czy kryzys, jest to trudno stwierdzić ze względu na brak jednoznacznie przyjętej w literaturze definicji kryzysu walutowego), kończąca się deprecjacją złotego.

Może też nastąpić rozprzestrzenienie się impulsów kryzysowych z innych wschodzących rynków (np. Argentyny, Brazylii czy Turcji) do Polski lub moral hazard krajowych instytucji finansowych (na wzór kryzysu III generacji). Wykraczałoby to jednak poza znane obecnie rodzaje kryzysów walutowych, w których spekulanci międzynarodowi atakowali sztywno przywiązaną walutę bronioną przez władze kraju.

O wiele bardziej prawdopodobne wydaje się być wystąpienie znacznej deprecjacji złotego bez kryzysu walutowego, podobnie jak to było np. w przypadku Australii, której dolar wart w grudniu 1996 roku 0,80 dolara amerykańskiego, w czerwcu 1998 roku kosztował już tylko 0,60 dolara. Australia nie próbowała w żaden sposób wpłynąć na kurs i wkrótce inwestorzy powrócili do niej.

W sytuacji, kiedy rząd próbuje interweniować na rynku walutowym, mimo posiadania płynnego kursu może się to skończyć jak w Bułgarii – kryzys walutowy z lat 1996–1997. Próby finansowania deficytu budżetowego w roku wyborczym poprzez emisję papierów skarbowych i nieudane starania o pożyczkę z MFW nie zyskały uznania w oczach inwestorów. Zmieniło się to dopiero po przejściu na system currency board. W efekcie kryzysu (który wystąpił przy deklarowanym oficjalnie floatingu, choć władze aktywnie wpływały na stabilizację kursu walutowego) lew jednak w 300 dni stracił ok. 3500% wartości[31], a gospodarka doświadczy-

[31] G. Ganev, *The Bulgarian Currency Crisis of 1996–1997*, [in:] *The Episodes of Currency Crises in European Transition Economies*, M. Dąbrowski (ed.), CASE, Warsaw 2001, s. 7–22.

ła kryzysu gospodarczego o znacznych rozmiarach – spadek realnego PKB w ciągu dwóch lat o 17,8%.

Należy więc stwierdzić, że w obecnej sytuacji, kiedy powszechnie wiadomo jest, że złoty jest nadwartościowy, i, co ważniejsze, takie są również oczekiwania inwestorów zagranicznych i polskich analityków finansowych, wystąpi:

1) kryzys walutowy nie uwzględniany dotąd przez trzy generacje ich modeli (co jest raczej mało prawdopodobne);

2) powolna deprecjacja złotego, nie naruszająca fundamentów gospodarki i w średnim okresie przyczyniająca się do poprawy konkurencyjności polskiej gospodarki;

3) gwałtowna deprecjacja złotego, która może ewentualnie wywołać panikę na rynku (do tego potrzebne byłoby znaczne jeszcze – w porównaniu do obecnej sytuacji – pogorszenie się fundamentów gospodarki, np. wzrost deficytu budżetowego, znaczne zwiększenie deficytu na 2002 roku, pogorszenie wyników eksportu czy spadek konsumpcji wewnętrznej itd. prowadzące do recesji, a nie do oczekiwanego wzrostu aktywności gospodarczej w II połowie 2001 roku) i masowe wycofywanie walut obcych przez inwestorów zewnętrznych i społeczeństwo;

4) gwałtowna deprecjacja złotego, której bezpośrednią przyczyną będzie zaraza przenoszona z innych emerging markets, spotęgowana czynnikami wewnętrznymi, które prowadzić będą do przedłużenia czasu trwania i głębokości deprecjacji.

W przypadku gwałtownej deprecjacji można rozważyć obronę kursu walutowego poprzez interwencje na rynku. Przy obecnym stanie rezerw walutowych powinno się to udać, ale występuje ryzyko powtórzenia się wydarzeń z Bułgarii. Drugą możliwością wartą rozważenia są konsekwencje znaczącej, bo może nawet 20-procentowej, deprecjacji. Powodować to będzie, oprócz odłożonych w czasie konsekwencji pozytywnych dla bilansu handlu zagranicznego, szybszy wzrost cen towarów importowanych[32]. Z dużym prawdopodobieństwem można przewidywać, że Rada Polityki Pieniężnej podwyższy wtedy stopy procentowe dla zmniejszenia inflacji. Spowoduje to, z pewnym opóźnieniem, spadek produkcji przemysłowej i tempa wzrostu PKB oraz wzrost stopy bezrobocia.

[32] Zgodnie z wynikami badań empirycznych dla gospodarki Polski w latach 1990–97, opóźnienie pomiędzy zmianą realnego kursu walutowego a jego wpływem na wartość eksportu może wynosić dziesięć miesięcy. Zmiany kursu miały wpływ na wartość importu jeszcze w tym samym miesiącu. Natomiast wpływ zmian kursu na wartość bilansu handlowego był największy po dwóch miesiącach. Por. R. S t e f a ń s k i, *Wpływ kursu walutowego na koniunkturę gospodarczą w Polsce w okresie transformacji*, [w:] *Współczesne wahania koniunkturalne w systemie rynkowym i gospodarce polskiej okresu transformacji*, R. Barczyk (red.), Zeszyt Naukowy nr 267, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 1998, s. 97.

Wnioski

Z przedstawionych wyżej rozważań wynika, przy założeniu konieczności dostosowania kursu walutowego w Polsce do oczekiwań rynku, że wystąpi znaczna deprecjacja kursu złotego. Istnieją różne możliwości przebiegu przyszłych wydarzeń, które mogą być odmienne zarówno w kwestii długości trwania deprecjacji, jak i jej skali. Zdaniem autora, najbardziej prawdopodobne jest wystąpienie czwartego wariantu, gdzie bezpośrednim bodźcem, który wywoła krótkotrwałą panikę na rynku będzie efekt zarazy. Jeśli chodzi o datę, kiedy deprecjacja może nastąpić, obecna sytuacja Polski podobna jest w pewnej mierze do wydarzeń w Meksyku w 1994 roku i w Bułgarii w 1996 roku. W Polsce obecnie również występują w pewnej mierze podobne wydarzenia, które doprowadziły do znacznego, nieoczekiwanego wcześniej wzrostu deficytu budżetowego[33]. Jeśli przy coraz bardziej napiętej sytuacji społecznej przekazywanie władzy nowej ekipie i związane z tym prace nad budżetem opóźniłyby się, mogłoby dojść w pewnej mierze do powtórzenia wydarzeń z Meksyku z grudnia 1994 r. (oraz z kwietnia 2000 r. w Polsce), co oznaczałoby gwałtowne, lecz krótkotrwałe załamanie złotego w grudniu 2001 r.[34] W przypadku wystąpienia wzrostu inflacji, reakcją na którą może być podwyższenie stóp procentowych oraz utrzymana się dotychczasowych tendencji w aktywności gospodarczej za granicą i w Polsce, może to pogłębić w 2002 r. obecne spowolnienie wzrostu gospodarczego.

Literatura

1. Antczak R., *Theoretical Aspects of Currency Crises*, „Studies & Analyses" no. 211, CASE.

[33] Spośród różnic zauważyć należy, że w Meksyku walka przedwyborcza była bardzo brutalna (zamordowano kandydata na prezydenta), a sytuacja społeczna o wiele trudniejsza, niż obecnie w Polsce. Ponadto Meksyk miał sztywny kurs walutowy.

[34] W momencie wnoszenia poprawek do niniejszego tekstu (luty 2002 roku), można zweryfikować trafność wyciągniętych wniosków. Wbrew oczekiwaniom wielu ekonomistów i analityków finansowych, nie nastąpiła deprecjacja złotego. Utrzymywanie się silnego kursu naszej waluty spowodowane było – zdaniem autora – m.in. dużą wartością emisji obligacji Skarbu Państwa (dla sfinansowania wydatków budżetowych w dobie trudności z grożącą Polsce „dziurą budżetową"). Drugą, ważniejszą przyczyną braku deprecjacji złotego jest wpływ wydarzeń zewnętrznych. Zgodnie z badaniami autora, spośród siedmiu załamań kursu złotego w latach 1997–2001, pięć z nich było spowodowanych właśnie czynnikami zewnętrznymi. Natomiast inwestorzy międzynarodowi wcześniej (niż przed grudniem 2001 roku) zdyskontowali możliwość wystąpienia kryzysu w którymś z krajów wschodzących. Autor trafnie przewidział jego wystąpienie, zarówno co do miejsca (wskazując na pierwszym miejscu pod względem ryzyka kryzysu – Argentynę), jak i czasu (grudzień 2001 roku). Zmiany oczekiwań inwestorów były rezultatem również wydarzeń z 11 września, które to spowodowały utratę ich zaufania do walut emerging markets, czego z oczywistych względów nie można było przewidzieć.

2. Antczak R., *Theoretical Aspects of Currency Crises*, „Studies & Analyses" no. 211, CASE.
3. Błaszkiewicz M., Paczyński W., *The Economic and Social Consequences of Financial Crises*, [in:] M. Dąbrowski (ed.), *Currency Crises in Emerging Markets – Selected Comparative*, CASE, Warsaw 2001.
4. Chang R., Velasco A., *Financial crises in emerging markets: a canonical model*, „NBER Working Paper" no. 6606, June 1998.
5. Corsetti G., Pesenti P., Roubini N., *Paper Tigers? A Model of Asian Crisis*, „NBER Working Paper" no. 6783, November 1998.
6. Cutler D., Knaul F., Lozano R., Méndez O., Zurita B., *Financial crisis, health outcomes and aging: Mexico in the 1980s and 1990s*, „NBER Working Papers" no. 7746, June 2000.
7. Eichengreen B., Jeanne O., *Currency Crisis and Unemployment: Sterling in 1931*, [in:] *Currency Crises*, P. Krugman (ed.), University of Chicago Press, Chicago 2000.
8. Eichengreen B., Rose A., Wyplosz C., *Speculative attacks on pegged exchange rates: An empirical exploration with special reference to the European Monetary System*, [in:] *The new transatlantic economy*, M. Canzoneri, W. Ethier, V. Grilli (ed.), Cambridge University Press, New York 1996.
9. Ganev G., *The Bulgarian Currency Crisis of 1996–1997*, [in:] *The Episodes of Currency Crises in European Transition Economies*, M. Dąbrowski (ed.), CASE, Warsaw 2001.
10. Krajewska Z., *Rosyjski kryzys, polskie kłopoty*, „Rzeczpospolita" nr 124, 28.05.1998.
11. *Currency Crises*, Krugman P. (ed.), University of Chicago Press, Chicago 2000.
12. Krugman P., *A model of Balance of Payment Crises*, „Journal of Money, Credit, and Banking" vol. 11, August 1989.
13. Krugman P., *What happened to Asia*, MIT, January 1998.
14. Krugman P., *Crises: The Next Generation?*, Tel Aviv University, March 25–26, 2001 (conference paper).
15. McKinnon R., Phil H., *Credible Liberalization and International Capital Flows: the „Overborrowing Syndrom"*, [in:] T. Ito, A. Kruger, *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, The University of Chicago Press, Chicago 1996.
16. Milesi-Ferretti G.M., Razin A., *Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities*, [in:] *Currency Crises*, P. Krugman (ed.), op.cit.
17. Obstfeld M., *The logic of currency crises*, „Cahiers Economiques et Monétaires" (Bank de France), no. 43, 1994.
18. Obstfeld M., *Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features*, „NBER Working Paper" no. 5285, October 1995.

19. Radelet S., Sachs J., *The Onset of the East Asian Financial Crisis*, [in:] *Currency Crises*, op.cit.
20. Radelet S., Sachs J., *The Onset of the East Financial Crisis*, „NBER Working Paper" no. 6680, August 1998.
21. Rosati D., *Inwestycje zagraniczne wspierają złotego*, „Rzeczpospolita" nr 157, 7.07. 2001.
22. Stefański R., *Wpływ kursu walutowego na koniunkturę gospodarczą w Polsce w okresie transformacji*, [w:] *Współczesne wahania koniunkturalne w systemie rynkowym i gospodarce polskiej okresu transformacji*, R. Barczyk (red.), AE w Poznaniu, zeszyt 267, Poznań 1998.
23. Świderek T., *Czy dojdzie do kryzysu*, „Rzeczpospolita" nr 157, 7.07.2001.

Krzysztof Piech

The possibilities of occurring in Poland a three generations of currency crises models

Summary

The article is aimed at analysing the possibilities of occurring in Poland a currency crisis, basing on literature on. Previous and present situation in our country suggested the possibility of huge depreciation of Polish zloty, what could be connected with appearing of such a crisis. After the analysis the article concludes that it is not possible to emerge of currency crisis in Poland. The most important reason for that is a free-floating system introduced in April 2000.