

KRYZYSY WALUTOWE I FINANSOWE – WYBRANE PRZYPADKI

Druga połowa XX wieku była okresem bardzo dużego wzrostu znaczenia globalnych przepływów kapitałowych. Nie chodzi tu wyłącznie o zamiany ilościowe – przyrost wartości przepływów kapitałowych był ogromny, ale sam wzrost ilościowy nie był tym elementem, który wprowadził aż tak duże zmiany w funkcjonowaniu gospodarki światowej. Ważniejsze były, po części wynikające z przemian ilościowych, przemiany jakościowe zachodzące w na międzynarodowych rynkach i w międzynarodowych instytucjach finansowych.

Jako przyczyny internacjonalizacji i globalizacji rynków finansowych można tu wymienić:

- rozwój korporacji transnarodowych,
- rozwój eurodolarowych rynków finansowych,
- innowacje finansowe,
- amerykanizację światowego systemu finansowego¹.

1. Kryzysy południowoamerykańskie

Ameryka Południowa w trzech ostatnich dekadach była sceną wielu spektakularnych kryzysów walutowych i finansowych. Analiza porównawcza tych zjawisk może dostarczyć wielu ciekawych wniosków dotyczących i podobieństw i mechanizmów rządzących tymi procesami.

Kryzys meksykański z 1994 r. jakkolwiek najbardziej znany, nie był jedynym tego typu zjawiskiem w gospodarkach państw Ameryki Łacińskiej w ciągu ostatnich 30 lat. Poprzedzał go chociażby kryzys walutowy w Chile w latach 1978-1982². Po zamachu stanu w 1977 roku, rząd wprowadził szereg reform – częściowe zniesienie barier w handlu zagranicznym, zrównoważenie budżetu, prywatyzację, stabilizację wysokiej inflacji. Do roku 1978 większość reform zakończyła się sukcesem. Pozostał jedynie problem inflacji. W celu pokonania tego ostatniego problemu, ustalony został sztywny kurs peso względem dolara, niezmienny przez 3 lata, pomimo inflacji na poziomie 30%. Inflacja została pokonana, pojawiły się jednak stare kłopoty – deficyt w handlu zagranicznym był poziomem 8,2% PKB a deficyt obrotów bieżących na poziomie 14,5% PKB.

Pojawiły się nowe problemy – szybki spadek oszczędności krajowych. Stały kurs walutowy był źródłem dostępności do kapitału zagranicznego. Głównym celem polityki rządu było zwalczenie inflacji. Ten cel został osiągnięty na przełomie 1981 i 1982 roku, kiedy to inflacja była nawet ujemna. Jeden problem został zlikwidowany, pojawił się kolejny – wróciła recesja. Recesja, cały czas broniony stały kurs walutowy oraz deficyt handlowy sprawiły, że powszechne stało się przekonanie o nieuchronności deprecjacji peso. Wzrosły stopy procentowe, co było także wynikiem niskiej podaży krajowych oszczędności. Oszczędności krajowe spadły z poziomu 12,6% PKB w 1978 r. do poziomu 2,1% PKB w 1982 r, przy stale

¹ J. K. Solarz, P. Wyczański, Internacjonalizacja i globalizacja systemów bankowych (Doświadczenia zagraniczne i wnioski dla Polski), Bank i Kredyt, czerwiec 1997, s. 101.

² R. Dornbusch, I. Goldfajn, R. O. Valdes, Currency Crises and Collapses, „Brookings Papers on Economic Activity, No. 2/1995. S. 222-229.

utrzymującym się deficycie w handlu zagranicznym. W latach 1977-1982 dług publiczny wzrósł z poziomu 3,5 mld dolarów do poziomu 5,2 mld dolarów. Nastąpiło też znaczne pogorszenie się warunków zewnętrznych: *terms of trade* spadły o 20,3% pomiędzy 1980 i 1981 r., wzrosły także stopy procentowe na międzynarodowym rynku finansowym³.

Wysokie stopy procentowe okazały się ważnym czynnikiem kryzysogennym, jako że duże banki i firmy chilijskie, w obliczu wysokich stóp na rynku krajowym, w poprzednich latach preferowały pożyczki na rynkach zagranicznych w dolarach.

Pod koniec 1981 spadła znacząca produkcja, pojawiło się duże bezrobocie. Stały kurs walutowy w takich warunkach był nie obrony – peso zostało zdevaluowane o 18% w czerwcu 1982 r. Produkcja wróciła do poziomu sprzed dewaluacji dopiero w 1983 r.

Jednym z wyjaśnień przyczyn kryzysu chilijskiego było obarczanie winą za aprecjację krajowej waluty napływem kapitału z zewnątrz był jednocześnie zachętą i źródłem finansowania zwiększonych wydatków krajowych⁴.

Chile udało się wyjść z tego kryzysu, kurs walutowy jednak pozostawał na o wiele niższym poziomie niż przed kryzysem. W następnych latach inflacja utrzymywała się na kilkunastoprocentowym poziomie, jednak żadne siły polityczne, pomimo doświadczeń z przeszłości, nie postulowały uczynić polityki antyinflacyjnej priorytetowym celem rządu.

Innym ciekawym doświadczeniem w był kryzys Meksyku w latach 1978-1982. W latach 1954-1978 Meksyk stosował politykę stałego kursu walutowego, połączoną z pełną wymiennalnością waluty. Jednakże w wyniku wyborów w 1976 r., ekspansja budżetowa spowodowała zerwanie z dotychczasowymi założeniami polityki monetarnej. Wydatki budżetowe osiągnęły wysoki poziom, co spowodowało powiększenie się deficytu budżetowego z poziomu 2,7% w 1978 r. do 17,49% w 1982 r. Warunki zewnętrzne, panujące w gospodarce światowej też nie były sprzyjające - wysokie stopy procentowe oraz światowa recesja nie ułatwiały ekspansywnej polityki rządu. Sytuacja była jednak nieco odmienna niż w Chile. Krajowy rynek finansowy był poddany ścisłej regulacji. W wyniku kontroli stóp procentowych, stopy te były ujemne, co powodowało wzrost wydatków. Jednocześnie, waluta była przewartościowana. Pomimo 20 % inflacji, kurs peso do dolara był stały od połowy 1978 r. do połowy 1980 r. Następnie, w ciągu dwóch lat, kurs peso do dolara spadł o 16%, jednak przy inflacji sięgającej już 30% rocznie. Kurs realny cały czas rósł. Odmiennie niż w przypadku Chile, meksykańskie peso było wymiennalne.

Oczywiste stało się, że w warunkach ujemnych realnych stóp procentowych i przewartościowania waluty krajowej, aktywa były transferowane z Meksyku za granicę lub też zamieniane na depozyty dolarowe w bankach meksykańskich. Udział depozytów dolarowych w latach 1980-1982 wzrósł z 20% do 40%. W roku 1982 peso straciło na wartości 35%. Niestety, to jednak nie wystarczyło. Na problemy ekonomiczne nałożyły się problemy polityczne – tendencje populistyczne stały się widoczne, pojawiły się żądania nacjonalizacji banków i kontrolowania przepływów kapitałowych⁵. Brak stabilności politycznej oraz niedostateczną, w opinii wielu ekonomistów, deprecjacja peso spowodowało utratę przez Meksyk wizerunku solidnego kredytobiorcy na rynku światowym. Wewnętrzne problemy spowodowały odcięcie od zagranicznych źródeł kredytowania. Kapitał rozpoczął ucieczkę z Meksyku. W lutym 1982 peso zostało zdevaluowane o 68%. Po wyborach w 1982 r. kolejny rząd zdevaluował peso o blisko 100%, powtarzając ten zabieg w roku następnym⁶.

Jak widać, pomimo oczywistych różnic, oba kryzysy wykazują wiele podobieństw. W obu przypadkach bezpośrednią przyczyną kryzysu było wycofanie się kapitału za granicę i utrata zdolności kredytowej przez rządy, jednak pierwotne przyczyny leżały zasadniczo

³ R. Dornbusch, I. Goldfajn, R. O. Valdes op. cit., s. 226-227.

⁴ Ibid., s. 228.

⁵ Ibid., s. 231-232.

⁶ Ibid., s. 233.

wewnątrz gospodarek tych państw. Widać wyraźnie, że utrzymywanie stałego kursu walutowego w warunkach inflacji było pierwotną przyczyną tych kryzysów.

Główny obiekt naszych zainteresowań – kryzys meksykański z 1994 r. – powtarzał w wielu częściach dobrze znany scenariusz.

Od 1982 r. politykę gospodarczą Meksyku cechowała znaczny fiskalizm, poważne ograniczenia dotyczące kapitału zagranicznego i zwiększona rola państwa w gospodarce. Ważnym zjawiskiem była nacjonalizacja banków w 1982 r. Było to efektem kryzysu z 1982 r., za który winę, w odczuciu społeczeństwa, ponosił zagraniczny kapitał. Stopniowo jednak kierunek przemian w polityce gospodarczej stał się bardziej liberalny⁷.

W grudniu 1987 r. przedstawiciele pracowników, biznesu i farmerów podpisali „Pakt Solidarności Gospodarczej”, poprzedzony „Paktem na rzecz Stabilności i Wzrostu Gospodarczego”. Te dwa porozumienia miały za zadanie połączyć ortodoksyjną politykę fiskalną i monetarną z reformami strukturalnymi i polityką kontroli cen i płac⁸.

Niewątpliwym sukcesem było zmniejszenie długu publicznego oraz stabilizacja kursu peso. Dużym sukcesem było utrzymywanie się wysokiego poziomu wzrostu gospodarki – w latach 1983-1992 stopa wzrostu PKB przewyższała o 1,6 punktu procentowego stopę wzrostu ludności. Co charakterystyczne dla krajów latynoamerykańskich, występowało jednocześnie duże rozwarstwienie dochodów – w latach 1984-1992 górne 10% ludności miało rosnący (od 32,8% w 1984 r. do 38,2% w 1992 r.) udział w łącznym dochodzie. Co później okazało się bardzo ważne, udział produkcji przemysłowej w PKB spadł z poziomu 22% w 1984 r. do poziomu 20% w 1992 r. podczas gdy w analogicznym okresie udział sektora finansowego i nieruchomości wzrósł z poziomu 8,6% PKB do 14,9% PKB. Niepowodzeniem zakończyła się polityka wspierania eksportu, którego wartość spadła w latach 1991-1994 o 15%⁹.

Sytuacja zaczęła się jednak zmieniać na przełomie 1993 i 1994 r., kiedy to Meksyk zaciągnął wysokie pożyczki zagraniczne. Stan rachunku obrotów bieżących pogorszył się gwałtownie – w 1993 r. deficyt wynosił 6,8% PKB, w 1994 r. osiągnął poziom 8% PKB. W znacznym stopniu na wzrost deficytu rachunku obrotów bieżących wpływ miały wydatki konsumpcyjne. W połowie 1994 r. zasadna okazała się dewaluacja peso. W tym momencie rezerwy walutowe były jeszcze na wysokim poziomie, poziom dewaluacji nie byłby wysoki i nie wywołałby paniki na rynkach finansowych. Dewaluacja, w połączeniu ze zmianami w polityce fiskalnej i monetarnej pozwoliłaby zminimalizować ryzyko kryzysu. Przyjrzyjmy się zatem wydarzeniom poprzedzającym kryzys roku 1994.

Rząd meksykański emitował w latach dziewięćdziesiątych tzw. tesobonos – obligacje rządowe emitowane w pesos i indeksowane w dolarach. Były to obligacje krótkoterminowe, popularne na krajowym i międzynarodowym rynku finansowym. Napływ kapitału do Meksyku w 1994 r. (do grudnia) ocenia się na 17-20 mld dolarów¹⁰.

Oprócz wzrostu zadłużenia zagranicznego istotny był także wzrost zadłużenia podmiotów krajowych. W okresie od 1988 do 1994 r. udział wartości kredytów bankowych dla krajowego sektora prywatnego w PKB wzrósł z 14% do 55%. Większość z tych kredytów przeznaczona była na cele konsumpcyjne lub na finansowanie spekulacyjnych inwestycji. Akcja kredytowa krajowych banków finansowana była zaciąganiem długów na rynku międzynarodowym. Zadłużenie zagraniczne banków meksykański wzrosło w okresie od 1989 do 1993 r. z poziomu 9 mld do 23 mld dolarów¹¹.

⁷ A. Kildegaard, Foreign Finance and the Collapse of the Mexican Peso, „The Journal of Economic Issues”, Vol. XXXI No. 4 December 1997, s. 951.

⁸ D.M. Gould, Mexico's crisis: Looking back to assess the future, „Business Credit”, February 1996, s. 27.

⁹ J.M. Cypher, Mexico: Financial fragility or Structural Crisis? „Journal of Economic Issues”, Vol. XXX, No. 2, June 1996, s. 452.

¹⁰ Ibid., s. 453.

¹¹ K. Maskooki, Mexico's 1994 peso crisis and its aftermath, „European Business Review”, Vol. 14, No. 3, 2002, s. 163-164.

Ważnym czynnikiem wpływającym na gospodarkę meksykańską były dopływy i odpływy kapitału zagranicznego. Rola ponadgranicznych przepływów kapitałowych w gospodarce Meksyku zaczęła szczególnie szybko rosnąć w latach osiemdziesiątych. Po kryzysie 1982 r. pojawił się znaczący odpływ kapitału zagranicznego, jednak program stabilizacji oraz program Brady'ego spowodowały ponowny napływ kapitału, który trwał od końca lat osiemdziesiątych do kryzysu 1994 r. Kryzys spowodował kolejną falę odpływu kapitału zagranicznego z gospodarki meksykańskiej¹².

Kolejnym ważnym czynnikiem było stopniowe narastanie kryzysu w sektorze bankowym. Udział nieobsługiwanych kredytów w portfelu banków wzrósł od czerwca 1990 r. do grudnia 1994 r. z poziomu 1,8% do 8%. W grudniu 1994 r. przeterminowane kredyty stanowiły już 696% funduszy własnych banków¹³. Należy dodać, że w sprawozdaniach finansowych podawano jedynie wartość niespłaconych odsetek od przeterminowanych kredytów, co dawało fałszywy, zbyt optymistyczny obraz sytuacji w sektorze bankowym. Kolejnym niekorzystnym zjawiskiem w sektorze bankowym było znaczne zadłużenie sektora wobec zagranicznych kredytodawców, co więcej, zadłużenie w przeważającej części z terminem płatności w 1995 r. Oznaczało to oparcie się banków na krótkoterminowym kapitale zagranicznym¹⁴. Podsumowując, meksykańskie banki po stronie pasywów miały krótkoterminowe wierzytelności w walutach zagranicznych wobec zagranicznych inwestorów, a po stronie aktywów przeterminowane wierzytelności. Nie ma wątpliwości, że w takiej sytuacji kryzys w sektorze bankowym był w zasadzie nieunikniony.

W międzyczasie spadały oszczędności krajowe – z poziomu 24,7% PKB w 1983 r. do 16% PKB w 1994 r. Ostra walka konkurencyjna powodowała zwiększanie akcji kredytowej w zakresie kredytów konsumenckich i mieszkaniowych, co w dłuższym okresie doprowadziło do spadku jakości portfela kredytowego banków. Wzrost akcji kredytowej dotyczył w szczególności kredytów konsumpcyjnych, kredytów hipotecznych, samochodowych oraz kredytów udzielanych przedsiębiorstwom w celu finansowania inwestycji w nieruchomości i budownictwo (w tym zakresie szczególnie duży udział miały kredyty finansujące spekulacyjne działania na rynku budynków biurowych i centrów handlowych)¹⁵. Wzrost akcji kredytowej nie był zatem związany ze wzrostem produkcji przemysłowej. Można stwierdzić, że w tym względzie spełnione zostały klasyczne warunki kryzysu finansowego.

Kiedy kryzys w sektorze bankowym stał się wyraźnie widoczny, rząd podjął działania naprawcze i szeroki program pomocowy dla sektora bankowego. Niestety, proces ten skutkował głównie „uspołecznieniem” strat sektora bankowego¹⁶. Upadłe banki zostały przejęte przez fundusz gwarancyjny. Fundusz ten przejął 12 banków, z których 9 było sprywatyzowanych w ciągu poprzednich paru lat. Ponadto fundusz skupował nieobsługiwane kryty banków komercyjnych. Fundusz sprzedał następnie część przejętych banków bankom zagranicznym. Rząd stworzył także fundusz PROCAPTE mający na celu dokapitalizować banki krajowe. W ramach programu naprawczego rząd zrestrukturyzował 23% portfela kredytowego banków, wymieniając je na własne obligacje. Jednocześnie dłużnicy mogli rozłożyć spłatę kredytów na dłuższy czas. W rezultacie tych działań rząd meksykański doprowadził do częściowej denacjonalizacji sprywatyzowanego parę lat wcześniej sektora bankowego¹⁷.

Widać zatem wyraźnie, że zła polityka nadzoru bankowego, połączona z ewidentnymi

¹² M. Dabos, V. H. Juan-Ramon, Real Exchange Rate Response to Capital Flows in Mexico: An Empirical Analysis, IMF Working Paper, No. 108, 2000, s. 4.

¹³ A. Kidegaard, Foreign Finance..., ed. cit., s. 959.

¹⁴ J.M. Cypher, Mexico: Financial fragility.... ed. cit., s. 454.

¹⁵ Ibid., s. 456.

¹⁶ Ibid., s. 457.

¹⁷ Ibid., s. 458-459.

błędami w polityce kredytowej banków, w szczególności dotyczącymi niewłaściwej oceny ryzyka kredytowego, musiały doprowadzić do kryzysu walutowego. Jak często dzieje się w dobie globalizacji rynków finansowych, sytuacja ta dobrze potwierdzała tezę o prywatyzacji zysków i nacjonalizacji strat w przypadku różnego rodzaju kryzysów.

Kryzys w sektorze bankowym nie był niestety jedynym niekorzystnym zjawiskiem w gospodarce meksykańskiej w tym czasie. Równocześnie pogarszała się sytuacja makroekonomiczna kraju. Wróćmy zatem do wydarzeń poprzedzających kryzys walutowy z 1994 r.

W 1994 r. rosło zadłużenie Meksyku z tytułu emisji papierów rządowych na rynkach zagranicznych. W tym roku zagraniczne fundusze inwestycyjne skłoniły Meksyk do zwiększonej emisji *tesobonos* indeksowanych do dolara zamiast indeksowanych w *peso* obligacji (zwanych *Cetes*). Fundusze bojkotowały aukcje obligacji indeksowanych w *peso*, co spowodowało gwałtowny skok oprocentowania i zapaść na rynku akcji¹⁸.

Krzywa dochodowości okazała się dość stroma, w rezultacie rząd, chcąc zredukować koszty obsługi długu publicznego, emitował papiery krótkoterminowe. W rezultacie średni okres do wykupu papierów rządowych w 1994 r. znacznie się skrócił. Taka polityka rządu wynikała z założenia, że zmiany na rynku stóp procentowych są przejściowe, i w okresie najwyżej roku uda się zmienić strukturę czasową długu publicznego. Powodowało to jednak ryzyko dwojakiego rodzaju. Po pierwsze, zmiany te mogły nie być krótkookresowe, co oznaczałoby, że konieczne będą w dłuższym okresie zmiany w realnych wydatkach państwa aby zrównywać ewentualne wyższe koszty obsługi długu publicznego. Po drugie, emitowanie papierów krótkoterminowych zwiększało niebezpieczeństwo, że inwestorzy zagraniczni, w sytuacji pewnych zawirowań na rynku, będą skłonni zastopować refinansowanie meksykańskiego długu publicznego¹⁹.

W wyniku nacisków funduszy inwestycyjnych Meksyk zmienił strukturę emisji papierów rządowych. Dominującą rolę zaczęły odgrywać indeksowane w dolarach obligacje *tesobonos*. Wartość ich emisji z poziomu 1 mld dolarów w na początku 1994 r. osiągnęła wartość 18 mld dolarów w grudniu 1994 r.²⁰ W tym czasie *tesobonos* spotkały się z entuzjastycznym przyjęciem na międzynarodowych rynkach finansowych. Inwestorzy sądzili, że emisja papierów rządowych indeksowanych w dolarach oznacza, że rząd absolutnie nie ma zamiaru w przyszłości dokonywać dewaluacji *peso*. Jak miało się jednak wkrótce okazać, entuzjazm z inwestorów w stosunku do *tesobonos* wkrótce miał zniknąć w dramatycznych okolicznościach.

W tym czasie władze Meksyku utrzymywały, że *peso* nie jest przewartościowane. Przyznawano oczywiście, że nastąpił realna aprecjacja *peso*, tłumaczono to jednak tym, że w wyniku wzrostu produkcji i efektywności nastąpił wzrost płac i cen w przeliczeniu na dolary²¹.

Takie pojmowanie sprawy było jednak błędne. Stało się to oczywiste po załamaniu wartości *peso*, jednak o przewartościowaniu *peso* można było wnioskować już wcześniej. W tym czasie wzrost gospodarczy w Meksyku był już dość niski, wydatki budżetowe rosły, nie było więc czynników usprawiedliwiających realną aprecjację waluty. Co więcej, podjęta przez Meksyk wielostronna liberalizacja handlu wymagała raczej deprecjacji waluty, chcąc zachować konkurencyjność²².

Dodatkowym faktem zwiększającym ryzyko kryzysu była destabilizacja polityczna i

¹⁸ A. Kielkegaard, *Foreign Finance...*, ed. cit., s. 953.

¹⁹ J. Sachs, A. Tornell, A. Velasco, *The collapse of the Mexican peso: what have we learned?*, „Economic Policy”, ed. cit., s. 31.

²⁰ *Ibid.*, s. 31.

²¹ R. Dornbusch, I. Goldfajn, R. O. Valdes, *Currency Crisis and Collapses*, ed. cit., s. 241.

²² *Ibid.*, s. 240.

kampania wyborcza, co miało miejsce pod koniec 1994 r. Kampania wyborcza jak można było oczekiwać, spowodowała także wzrost wydatków budżetowych.

W końcu, w grudniu 1994 r. doszło do oczekiwanej już wtedy, dewaluacji peso o 15,6%. Jak można było przewidzieć, spowodowała ona masowa ucieczkę inwestorów i wypływ kapitałów. Na rynku finansowym w Meksyku pojawiła się panika. Dodatkowo, wielu inwestorów poczuło się oszukanych przez rząd, przez długi czas zapewniający, że nie może być mowy o spadku wartości peso. Pogłębiło to jeszcze panikę i ucieczkę inwestorów z rynku²³. Konieczna okazała się zakrojona na szeroką skalę, kosztowna akcja pomocy prowadzona przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Stany Zjednoczone.

Należy tu dodać, że krach w Meksyku nie był prognozowany przez wielu inwestorów instytucjonalnych w Stanach Zjednoczonych. Meksyk, także jeszcze w 1994 r., był jednym z ulubionych krajów amerykańskich inwestorów. Ich stosunku do Meksyku nie był w stanie zmienić ani wysoki deficyt budżetowy, ani destabilizacja polityczna (powstanie w Chiapas, morderstwa na tle politycznym). Jak powiedział o tym jeden z analityków z Morgan Stanley, „będzie to zapisane jako jedna z największych spekulacyjnych pomyłek”²⁴.

Zastanówmy się zatem, jakie były rzeczywiste przyczyny kryzysu meksykańskiego z 1994 r. Kryzys ten można potraktować jako samospełniającą się przepowiednię. Pomimo zapewnień polityków, dewaluacji można było w 1994 r. oczekiwać, a panika w takiej sytuacji musiała w końcu nastąpić. W inny sposób, kryzys można wyjaśniać następująco. Dewaluacja i panika na rynkach były w pewnym sensie oddzielnymi wydarzeniami. Zgodnie z tym rozumowaniem, dewaluacja peso jedynie sprowokowała nieuchronną panikę. Dewaluacja byłaby zatem sposobem na obniżenie kosztów obsługi zadłużenia, jednak spowodowała zmianę oczekiwań uczestników rynku i w konsekwencji ucieczkę kapitałów. Panika i odpływ kapitałów spowodował niemożność refinansowania przez rząd swojego zadłużenia, a w konsekwencji utratę płynności. Obligacje rządowe, w tym faworyzowane przez inwestorów tesobonos przestały być spłacane, co w konsekwencji pogłębiło spadek wartości peso i odpływ kapitałów. Kluczowym powodem paniki były tu zatem nie dewaluacja, a barak płynności rządu meksykańskiego²⁵.

Kryzys meksykański pokazuje także, że w warunkach globalizacji przepływów kapitałowych nawet małe zakłócenia w gospodarce danego kraju mogą powodować załamanie się kursu walutowego, szczególnie w warunkach ograniczonych rezerw walutowych. Oczekiwania rynku, że zachowanie wymienialności krajowej waluty może być niemożliwe powoduje samo z siebie załamanie się kursu walutowego²⁶.

Błędne jest zatem stwierdzenie, że przyczyn kryzysu meksykańskiego 1994 należy upatrywać jedynie w błędnej polityce makroekonomicznej oraz w niewłaściwym nadzorze bankowym. Przyczyny te leżały głębiej – w sferze mikroekonomicznej. Zła sytuacja przedsiębiorstw, finansowych nadmiernie kredytami, przełożyła się na kryzys bankowy, stanowiący jeden z elementów kryzysu finansowego²⁷.

Gospodarka Meksyku, początkowo rozwijająca się w dość szybkim tempie, nie była wolna od szeregu błędów charakterystycznych dla rynków wschodzących. Błędy te można nazwać w pewnym sensie „klasycznymi”: brak przejrzystego systemu bankowego, niepełna informacja o sytuacji w sektorze bankowym, nadmierna akcja kredytowa banków, nadmierne kredytowanie spekulacyjnych inwestycji na rynku nieruchomości, nie przeciwdziałanie

²³ R. Dornbusch, I. Goldfajn, R. O. Valdes op. cit., s. 241.

²⁴ D. Galant, Why Wall Street missed Mexico, „Institutional Investor”, May 1995.

²⁵ J. Sachs, A. Tornell, A. Velasco, The collapse of the Mexican peso: what have we learned?, “Economic Policy” Issue22, April 1996, s. 17.

²⁶ Ch. W. Calomiris, Lessons from the Tequila Crisis for successful financial liberalization, ”Journal of Banking & Finance”, No. 23, 1999, s. 1458.

²⁷ E. Kalter, A. Ribas, The 1994 Mexican Economic Crisis: The Role of Government Expenditures and Relative Prices, IMF Working Paper, No. 160, 1999, s. 16.

problemowi przewartościowania waluty krajowej. Kryzys meksykański wniósł pewną nową wartość – wtedy to pojawił się jednocześnie kryzys walutowy i kryzys w systemie bankowym. Fala kryzysów wśród azjatyckich kryzysów pokazała wkrótce, że takie współwystępowanie tych dwóch kryzysów staje się cechą charakterystyczną współczesnej gospodarki światowej.

2. Kryzys azjatycki

Kryzys azjatycki stanowił większe zaskoczenie niż kryzys meksykański i pozostałe kryzysy południowoamerykańskie. Dotknął jednak nie tradycyjnie niestabilnych politycznie i ekonomicznie krajów Ameryki Łacińskiej, ale „gwiazdy” światowej ekonomii, wzorowych uczniów lekcji udzielanych przez globalną gospodarkę. Spróbujmy zatem przyjrzeć się przebiegowi tego kryzysu u poszczególnych azjatyckich tygrysów, aby móc wyłowić pewne wspólne mechanizmy. Jedną z głównych cech gospodarek krajów Południowej Azji była duża zależność od kapitału zagranicznego.

Kryzys azjatycki najmocniej dał się odczuć w Indonezji. Znaczenie kryzysu indonezyjskiego dla gospodarki światowej było tym większe, że do połowy lat dziewięćdziesiątych kraj ten mógł służyć za przykład szybkiego i zrównoważonego rozwoju od kraju zacofanego, leżącego na obrzeżach cywilizowanego świata do rangi lokalnej potęgi gospodarczej. Przez lata stopa wzrostu PKB utrzymywała się na poziomie ok. 6%, a w latach 1990-1995 osiągnęła wartość ponad 10% rocznie. Ten pozytywny obraz indonezyjskiej gospodarki należy jednak uzupełnić o parę zjawisk niekorzystnie świadczących o gospodarce tego kraju. Gospodarka w znacznej mierze oparta była na finansowaniu przez krótkoterminowe pożyczki zagraniczne (co mogło stanowić „pas transmisyjny” niestabilności gospodarki światowej do gospodarki indonezyjskiej), krajowy system finansowy był słabo rozwinięty, system gospodarki opisywany był jako wysoce zależny od układów biznesu z władzami państwowymi (patrimonial, crony capitalism), instytucje demokratyczne były dość słabo rozwinięte²⁸.

W okresie bezpośrednio poprzedzającym kryzys finansowy, tj. w roku 1996 Indonezja miała deficyt płatniczy na poziomie 3,5%, nadwyżka budżetowa wynosiła 1% PKB. Raport Międzynarodowego Funduszu Walutowego wskazywał na „rozsadną politykę makroekonomiczną, wysokie inwestycje i stopy oszczędności i reformy mające na celu liberalizację rynków”²⁹. Zakres wahań kursowych rupii został w 1996 r. dwukrotnie poszerzony w celu wytworzenia lepszych mechanizmów dostosowawczych do zmieniającej się sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych³⁰.

Pierwsze oznaki, że waluta krajowa jest zagrożona pojawiły się w sierpniu 1997 r. Rząd zareagował bardzo szybko – krótkoterminowe stopy procentowane zostały podniesione, podjęto interwencje na rynku walutowym. Niestety, pewne fakty niepokojąco przypominały sytuację Meksyku. Całkowity prywatny dług zagraniczny Indonezji wynosił w tym czasie 55 miliardów dolarów, co stanowiło 16% PKB. Co więcej, 34 miliardy dolarów stanowiło dług o terminie wymagalności mniejszej niż jeden rok. Bank centralny nie tylko nie przeciwdziałał takiemu zadłużaniu podmiotów prywatnych, lecz nawet nie był w pełni świadomy takiej wielkości i struktury długu (dane o długu zostały przedstawione przez Bank

²⁸ J. Pincus, R. Ramli, Indonesia: from showcase to basket case, „Cambridge Journal of Economics”, No. 2, 1998. S. 724.

²⁹ D. Wesel, D. McDermott, G. Ip, Money trail: who ruptured the rupiah?, „Asian Wall Street Journal” 31.12.1997., za: J. Pincus, R. Ramli, Indonesia: from showcase to basket case, „Cambridge Journal of Economics”, No. 2, 1998. S. 725.

³⁰ J. Pincus, R. Ramli, Indonesia: from showcase to basket case, ed. cit., s. 725.

Rozliczeń Międzynarodowych)³¹.

Początek kryzysu azjatyckiego to lipiec 1997 r., ale prologiem do niego były ataki spekulacyjne na tajlandzkiego bahta w 1996 r. Szczyt tych ataków nastąpił 14 maja 1997 r, kiedy to indeks giełdy w Bangkoku straciła 7%. Wkrótce potem tajlandzki minister finansów złożył rezygnację, a indeks giełdowy spadł w ciągu jednego dnia o 11 %. Te fakty sprawiły, że zagraniczne fundusze zaczęły się wycofywać z Tajlandii, co spowodowało dalszy spadek kursu walutowego. Zbiegło się to w czasie z datą zaprzestania obrony kursu malezyjskiego ringgita. Niestabilność rynków walutowych w krajach dotkniętych kryzysem rosła gwałtownie, dodatkowo pogłębianą przez niestabilność polityczną (widać tu wyraźnie podobieństwo z kryzysem meksykańskim). W sierpniu 1997m r. kryzys dosięgnął Indonezję, w październiku dotarł na Tajwan³².

Zaczął rosnać popyt na dolara. W obawie przed spadkiem kursu rupii podmioty krajowe zaczęły zamykać swoje pozycje walutowe. Kredyty walutowe zaczęły być trudno dostępne na rynku indonezyjskim i przedsiębiorstwa, przyzwyczajone do finansowania przedsięwzięć kredytem walutowym, wpadły w kłopoty. Pojawiły się liczne bankructwa. Pogorszyło to tym samym i tak nie najlepszą jakość portfela kredytowego³³. Jednocześnie rosły stopy procentowe, co dodatkowo pogarszało sytuację kredytobiorców, a co za tym idzie, banków. Płynność banków została poważnie zagrożona. Aby temu przeciwdziałać, w okresie od lipca 1996 r. do stycznia 1997 r. wyemitowano 80 mld rupii. Ekspansja monetarna okazała się przedsięwzięciem nieudanym – spowodowała dalszą zwyżkę sto procentowych (co pogorszyło sytuację kredytobiorców), ale nie uratowała sektora bankowego. Kurs rupii spadł i rząd Indonezji był zmuszony wezwać do pomocy Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Wdrożono plan naprawczy zakładający utrzymanie nadwyżki budżetowej, szereg reform gospodarczych i osłabienie pozycji monopolu związanych z kręgami rządzącymi. W ramach programu naprawczego zamknięto 16 banków. Nie wszystkie reformy weszły w życie – na skutek nacisków politycznych nie naruszono struktury monopolu związanych z najwyższymi kręgami władzy. Brak reform w sferze realnej szybko spowodował pogłębienie kryzysu. W styczniu 1997 r. rupia po raz kolejny w gwałtowny sposób straciła na wartości. Konieczne było podpisanie nowych porozumień z Międzynarodowym Funduszem Walutowym. Założenia fiskalne zostały złagodzone, lecz MFW ciągle kładł główny nacisk na ostrą politykę fiskalną. W ciągu roku po kryzysie kurs rupii utrzymywał się na poziomie średnio o 18% niż przed kryzysem, a inflacja w 1997 r. osiągnęła poziom 80%³⁴.

Przykład Indonezji wyraźnie pokazuje skutki gwałtownej deregulacji krajowego rynku finansowego i pełnej otwartości na transnarodowe przepływy kapitałowe. Należy jednak podkreślić, że deregulacja systemu finansowego nie szła w parze z działaniami na rzecz zwiększenia stopnia konkurencji w sferze realnej. W okresie reform gospodarczych koncentrowano się na reformowaniu systemu bankowego, nie dostrzegając (lub raczej nie chcąc dostrzec) potencjalnych problemów wynikających z monopolistycznej pozycji wielu przedsiębiorstw krajowych. Było to wynikiem powiązań pomiędzy sferą biznesu i sferą polityki oraz słabego rozwoju instytucji demokratycznych. Liberalna polityka stosowana w sektorze finansowym połączona była z protekcyjnistyczną, swoiście „nacjonalistyczną ekonomicznie” polityką w innych sferach gospodarki. Wysokie stopy procentowe na rynku krajowym szybko doprowadziły, w warunkach otwartości systemu finansowego, do wielkiego zadłużenia w walutach obcych. Deregulacja rynków finansowych prowadziła do sytuacji, w której rząd pozbawiony był wielu narzędzi polityki gospodarczej. Co więcej, słabe instytucje

³¹ Op. cit., s. 726.

³² G.L. Kaminsky, S. L. Schmuckler, What triggers market jitters? A chronicle of the Asian crisis, „Journal of International Money and Finance”, Vol. 18 (1999), s. 540-541.

³³ J. Pincus, R. Ramli, Indonesia: from showcase to basket case, ed. cit., s. 726.

³⁴ Ibid., s. 727-728.

nadzorcze nie dostrzegły zagrożeń powstających wewnątrz systemu bankowego. Dodatkowo, uczestnicy rynku finansowego byli prawie do końca głęboko przekonani, że rząd nie dopuści do poważnej dewaluacji krajowej waluty z uwagi na duże zadłużenie zagraniczne. Podobnie jak podczas kryzysu meksykańskiego, błędne oceny analityków co do polityki rządu pogłębiły jeszcze kryzys³⁵.

Kolejnym przykładem azjatyckiego tygrysa, który nie ustrzegł się kryzysu jest Korea Południowa. Przyczyny kryzysu koreańskiego wydają się być bardziej niejednoznaczne. O to, co rzeczywiście spowodowało kryzys koreański, toczy się spór wśród ekonomistów. Jedni wskazują systemowe problemy gospodarki koreańskiej³⁶, inni wskazują na śle przeprowadzoną liberalizację rynków finansowych i panikę na rynku³⁷.

Historia dochodzenia do kryzysu w Korei jest podobna do tej znanej z Meksyku i Indonezji. W latach osiemdziesiątych rząd koreański zapoczątkował proces liberalizacji rynku finansowego. Proces ten nasilił się w latach dziewięćdziesiątych. Obejmował deregulację rynku finansowego, większą autonomię dla władz banków, zredukowanie barier wejścia dla instytucji finansowych oraz liberalizację przepływów kapitałowych. Wejście Korei do OECD wpłynęło również na dalszą liberalizację przepływów kapitałowych. Kiedy w 1995 r. zredukowano ograniczenia dotyczące pożyczek zagranicznych, prywatne zadłużenie zagraniczne zaczęło szybko rosnąć, by w 1997 r. osiągnąć poziom 120 miliardów dolarów. W latach 1994-1996 zadłużenie zagraniczne rosło w tempie średnio 33,6% rocznie. Ciągłe jednak dług zagraniczny, choć wysoki, stanowił jedynie 22% PKB (dla porównania: w Meksyku stanowiło 70% PKB, w Indonezji 57% PKB w Indonezji). Jednak, znowu podobnie jak w Meksyku i Indonezji, problemem była struktura zadłużenia zagranicznego. Większą część zadłużenia zagranicznego stanowiło zadłużenie krótkoterminowe – do jednego roku. Co gorsza, udział zadłużenia krótkoterminowego stale rósł. W 1993 r. zadłużenie o terminie zapadalności do jednego roku stanowiło 43,7% zadłużenia, to już w 1996 r. udział ten stanowił 58,3% łącznego zadłużenia. Kolejnym czynnikiem zwiększającym ryzyko był fakt, zadłużenie zagraniczne było generowane głównie przez nowo powstałe banki, nie mające dużego doświadczenia w działalności na międzynarodowych rynkach finansowych. Dochodził jeszcze jeden niekorzystny czynnik – nadzór bankowy prawie nie istniał, przez co władze Korei nie miały świadomości rzeczywistej struktury zagranicznego zadłużenia prywatnego³⁸.

Pojawia się pogląd, że kryzys koreański był rezultatem wyłącznie niewłaściwych inwestycji dokonywanych przez przedsiębiorstwa krajowe. Inwestycje takie były możliwe, jako że rząd koreański udzielał gwarancji bankom i przedsiębiorstwom. To powodowało, że przedsiębiorstwa i banki nie zwracały wystarczającej uwagi na potencjalną ryzykowność inwestycji³⁹. Rząd często oddłużał przedsiębiorstwa, co nie motywowało je do unikania ryzyka. W konsekwencji, koreańskie przedsiębiorstwa były silnie zadłużone, inwestując jednocześnie w ryzykowne i mało efektywne przedsięwzięcia. Co, więcej, rosło zadłużenie przedsiębiorstw względem pozabankowych instytucji finansowych, których na pewno nie objąłby żaden program oddłużenia.

Warto jednak nadmienić, że czebole inwestowały głównie w tradycyjne gałęzie

³⁵ J. Pincus, R. Ramli, ed. cit., s. 731.

³⁶ L. Britain, Asian Model R.I.P., „Financial Times”, 4.12.1997, za: H.-J. Chang, H.-J. Park, C. G. Yoo, Interpreting the Korean Crisis: financial liberalisation, industrial policy and corporate governance, „Cambridge Journal of Economics”, No. 22, 1998, s. 736.

³⁷ J. Stiglitz, Sound Finance and Sustainable Development in Asia, Asian Development Forum, 10-13.03.1998, za: H.-J. Chang, H.-J. Park, C. G. Yoo, Interpreting the Korean Crisis, s. 736.

³⁸ H.-J. Chang, H.-J. Park, C. G. Yoo, Interpreting the Korean Crisis: financial liberalisation, industrial policy and corporate governance, „Cambridge Journal of Economics”, No. 22, 1998, s. 738-739.

³⁹ P. Krugman, What Happened to Asia, Department of Economics, Massachusetts Institute of Technology, za: H.-J. Chang, H.-J. Park, C. G. Yoo, Interpreting the Korean Crisis..., ed. cit., s. 742.

przemysłu, jak przemysł samochodowy, petrochemiczny, stalowy i stoczniowy⁴⁰. Inwestycje jednak były nieprzemysłane, co nie gwarantowało wystarczających stóp zwrotu.

Ciekawym i dość nietypowym na tle innych krajów azjatyckich jest przykład Malezji. Pomimo relatywnie dużego interwencjonizmu w gospodarce, ochrona krajowego rynku poprzez cła nie była szczególnie silna i uległa dalszemu osłabieniu po 1994 r. (Runda Urugwajska). Szczególnie silne spadły stawki celne na tekstylia i surowce rolne.

Ograniczenia dotyczące przepływów kapitałowych były stopniowo likwidowane od 1973 r. Proces ten nabrał na sile po 1997 r. Charakterystyczną cechą polityki gospodarczej Malezji było jednak elastyczne, a nie dogmatyczne, podejście do ograniczeń w kontroli przepływów kapitałowych. W 1986 r., podczas kryzysu w gospodarce, zastosowano szereg ograniczeń dotyczących rynku walutowego, a w latach 1993-1994 ograniczeniom poddano przepływu kapitału krótkoterminowego. Wyeliminowało to nadmierny napływ kapitału spekulacyjnego, poddającego presji aprecjacyjnej walutę krajową. W czasie kryzysu azjatyckiego w 1998 r., Malezja wprowadziła szereg ograniczeń w przepływie kapitału i związała walutę krajową z dolarem⁴¹.

Równie ostrożna była polityka Malezji w kwestii zagranicznych inwestycji bezpośrednich. W przeciwieństwie do otwartości w dziedzinie handlu międzynarodowego, gospodarka malezyjska była relatywnie trudno dostępna dla zagranicznych inwestycji. Rząd od lat sześćdziesiątych zamierzał wspierać tylko te proeksportowe inwestycje zagraniczne. Inwestycje zagraniczne w określonych działach gospodarki korzystały z szeregu zwolnień podatkowych, pod warunkiem jednak zachowania proeksportowego charakteru działalności. Przykładowo, stuprocentowy udział zagranicznego inwestora w przedsiębiorstwie krajowym dozwolony był jedynie w przypadku firm eksportujących minimum 80% swojej produkcji. Udział zagranicznego kapitału portfelowego w 16 największych przedsiębiorstwach wahał się od 1,07% do 39% w przypadku jednego z największych banków⁴².

Można stwierdzić, że w kwestii otwartości gospodarki rząd malezyjski prezentował dość liberalne stanowisko, nie rezygnując jednak z narzędzi kontroli nad przepływami kapitału krótkoterminowego. Dodatkowo liberalna polityka w zakresie napływu siły roboczej miała swój wpływ na zniwelowanie presji aprecjacyjnej na malezyjską walutę. Jak jednak pokazało doświadczenie kryzysu, tak ostrożne podejście rządu malezyjskiego nie wystarczyło, aby wyeliminować wystąpienie kryzysu. Przykład Malezji poddaje jednak, z pewnymi zastrzeżeniami, pod wątpliwą hipotezę, że współczesne kryzysy finansowe są kryzysami „zawinionymi” przez same kraje dotknięte kryzysem, a kapitał międzynarodowy jest jedynie „wykonawcą” wyroku, które na siebie same wydały rządy, prowadząc niewłaściwą politykę gospodarczą.

Analiza zjawisk kryzysowych ostatnich dwóch dekad pozwala dostrzec szereg interesujących analogii, nie stanowi jednak łatwego argumentu na rzecz tezy o „jednoosobowej winie” kapitału spekulacyjnego i globalizacji gospodarki jako głównego czynnika kryzysogennego. Analiza ta pozwala raczej dostrzec czynniki wewnętrzne, zwiększające podatność gospodarki danego kraju na wystąpienie zjawisk kryzysowych. Obarczanie winą globalnego rynku kapitałowego jest tu jednak zbyt łatwe.

⁴⁰ H.-J. Chang, H.-J. Park, C. G. Yoo, *Interpreting the Korean Crisis...*, ed. cit., s. 743

⁴¹ J. Menon, *How Open is Malaysia? An Analysis of Trade, Capital and Labour Flows*, „World Economy”, No. 8, 2001, s. 238.

⁴² *Ibid.*, s. 241.