

# Argentyński kryzys walutowy - geneza

*Urszula Żuławska*

Na przełomie 2001 i 2002 r. w Argentynie wybuchł kryzys walutowy, który przewidywano od kilkunastu miesięcy. Kryzysu można było się spodziewać, gdyż od kilku lat (por. tabela 1)<sup>1</sup> realny sektor gospodarki argentyńskiej znajdował się w recesji, stan finansów publicznych się pogarszał, a napięcia w bilansie płatniczym pogłębiały. Kryzysu nie udało się zażegnać, gdyż wprowadzony na początku lat 90. program antyinflacyjny, znany jako Plan Wymienialności, wprowadził zarząd walutą, z którego zbyt długo nie rezygnowano. W dodatku doraźne posunięcia władz gospodarczych podejmowane w 2001 r., dzięki którym odsunięto w czasie wybuch kryzysu, doprowadziły do znacznego ograniczenia pola wyboru polityki gospodarczej. Mechanizmu narastania kryzysu nie można zrozumieć nie sięgając do źródeł polityki gospodarczej w latach 90. oraz jej instrumentalizacji.

Ostatnie dwanaście lat dziejów gospodarczych Argentyny można podzielić na kilka wyraźnych okresów:

- stabilizacja gospodarki i wzrost pod rządami Planu Wymienialności (1991-1994),
- perturbacje gospodarki spowodowane kryzysem meksykańskim i zmianą mechanizmów na rynku finansowym (1995-1998),
- recesja, pogłębiona kryzysem azjatyckim (1998-2001), kryzys walutowy i odejście od systemu wymienialności (od grudnia 2001 r.).

W niniejszym opracowaniu przedstawione zostaną przyczyny wystąpienia kryzysu walutowego oraz jego przebieg w pierwszych miesiącach. Próby kontrolowania kryzysu, przebieg negocjacji z MFW, oddziaływanie na inne gospodarki oraz sytuacja sektora finansowego przedstawione zostaną w drugiej części opracowania.

## Od stabilizacji do kryzysu

Sto lat temu Argentyna była krajem, któremu wrócono szybkie dołączenie do światowej czołówki. Wiek XX zniweczył owe nadzieje. Jeszcze w połowie XX wieku był to najbardziej rozwinięty i najbogatszy spośród kra-

<sup>1</sup> O ile nie zaznaczono inaczej, dane statystyczne pochodzą z bazy danych Komisji Ekonomicznej ONZ dla Ameryki Łacińskiej i Karaibów – CEPAL.

jów zaliczanych do tzw. Trzeciego Świata. Gospodarka argentyńska utraciła czołową pozycję w regionie. Stało się to m.in. w wyniku:

- utrzymujące się od II wojny światowej inflacji, która na skutek kryzysu zadłużeniowego przekształciła się w hiperinflację,
- niskiej stopy oszczędności, a w ślad za tym powolnych dostosowań w aparacie produkcyjnym,
- niefortunnie przeprowadzanych - skądinąd koniecznych - systemowych zmian w gospodarce po kryzysie zadłużeniowym, polegających na jej gwałtownej wewnętrznej i zewnętrznej liberalizacji,
- utraty konkurencyjności gospodarki zarówno ze względu na tendencje cenowe na rynku światowym, jak i zbyt powolny wzrost produktywności czynników wytwórczych,
- napięcie budżetowych spowodowanych m.in. nadmierną – w porównaniu z dochodami budżetu - opiekuńczością państwa, jak też brakiem koordynacji działań na różnych szczeblach administracji.

Od II wojny światowej osłabienie tempa wzrostu gospodarczego towarzyszyło najbardziej uporczywej w świecie inflacji. Gospodarka argentyńska stanowiła doskonały przykład połączenia inflacji inercyjnej, efektu jak najbardziej racjonalnych oczekiwań społecznych, z inflacją popytową, powodowaną występowaniem luki inflacyjnej, będącej wynikiem realizowania polityki społecznej typowej dla bogatego państwa opiekuńczego. Na przełomie lat 80. i 90., po kilku nieudanych próbach ustabilizowania gospodarki<sup>2</sup>, chcąc zahamować inflację musiano więc uciec się do środków nadzwyczajnych.

W 1991 r. w Argentynie zastosowano jeden z najbardziej restrykcyjnych programów stabilizacyjnych znany pod nazwą Planu Wymienialności, autorstwa Domingo Caballo. Polegał on na jednoczesnym wprowadzeniu stałego kursu 1 : 1 peso argentyńskiego do dolara i ograniczeniu emisji pieniądza do poziomu wyznaczonego przez zasoby rezerw walutowych, bez możliwości udzielania przez bank centralny kredytu refinansowego, co oznaczało wprowadzenie zarządu walutą określanego także mianem izby walutowej<sup>3</sup>. Wprowadzenie tak drastycznego programu stabilizacyjnego było usprawiedliwione wcześniejszymi doświadczeniami gospodarki argentyńskiej.

Próbie podjęto w specyficznych warunkach politycznych – od 1988 r. prezydentem kraju był Carlos Menem, reprezentujący partię peronistowską, który w

czasie kampanii obiecywał wzrost płac i zwiększenie liczby miejsc pracy. Wprowadzana polityka gospodarcza szła w dokładnie odwrotnym kierunku. Dzięki temu Menem - paradoksalnie - korzystał z poparcia zarówno prawicowej opozycji, której program *de facto* realizował, jak i własnej partii. Po początkowym sukcesie, polegającym głównie na ograniczeniu inflacji, pogorszyła się jednak – m.in. w wyniku aprecjacji waluty - sytuacja płatnicza<sup>4</sup>, wzrastało zadłużenie wewnętrzne, recesja się pogłębiała, bezrobocie wzrastało. Na niewiele przydała się w tej sytuacji przyspieszona prywatyzacja telekomunikacji i linii lotniczych, ograniczenie płac w sektorze państwowym, wprowadzenie podatku eksportowego (choć ten ostatni skutecznie ograniczył eksport). Przeprowadzono drastyczną przymusową konwersję zobowiązań publicznych zarówno względem osób fizycznych (przede wszystkim emerytów i rencistów), jak i podmiotów gospodarczych (dostawców sektora publicznego) na średniokresowe papiery skarbowe denominowane w dolarach<sup>5</sup>. W tej sytuacji na przełomie 1990 i 1991 r. zupełnie brakowało zaufania do instytucji finansowych, a gospodarkę stopniowo opanowywał chaos. Konieczne były drastyczne posunięcia, co wydaje się w pełni uzasadniać wprowadzenie zarządu walutą.

Oprócz określenia sztywnych zasad emisji pieniądza i polityki kursowej Plan Wymienialności zakazywał wszelkich form indeksacji kontraktów gospodarczych. W celu uzdrowienia finansów publicznych zwiększał obciążenia podatkowe, zapowiadał lepszą egzekucję podatków, zmniejszenie zatrudnienia i płac w sektorze publicznym, zmniejszenie transferów dla niższych szczebli administracji, jak też reformę systemu ubezpieczeń społecznych.

Przez pierwsze lata funkcjonowania nowego systemu gospodarka argentyńska odnotowywała sukcesy. PKB wzrastał w rekordowym tempie: nieomal 10% rocznie w latach 1991 i 1992, prawie 6% w dwóch kolejnych latach. Inflacja wygasła (z 1344% w 1990 r. do zera, a nawet wartości ujemnych po 1995 r.). Nastąpiła remonetyzacja gospodarki, możliwa wobec przyrostu rezerw walutowych, jak też ekspansja kredytu, zwłaszcza konsumpcyjnego. Ożywienie gospodarcze było możliwe dzięki pełniejszemu wykorzystaniu mocy produkcyjnych. Dobra koniunktura występowała w budownictwie, przemyśle motoryzacyjnym, spożywczym. Zawdzięczano ją między innymi wzrostowi popytu, w poważnej części finansowanego oszczędnościami z okresów poprzednich. Osłabiło to nieco trudności, które napotykały przedsiębiorstwa krajowe w związku

<sup>2</sup> Kolejne nieskuteczne programy stabilizacyjne wprowadzone w Argentynie po kryzysie zadłużeniowym to plan Austral (1985 r.), Primavera (1988 r.), Bunge y Born (1989 r.) i plan Bonex (1990 r.) Szerzej na ten temat: U. Żuławska: *Stabilizowanie gospodarki a wzrost. Doświadczenia Argentyny, Brazylii, Chile i Meksyku*. Warszawa 1994, s. 211.

<sup>3</sup> Dokładniej na ten temat w rozdziale poświęconym Argentynie autorstwa A. Sławińskiego, w książce W. Małeckiego, A. Sławińskiego, R. Piaseckiego i U. Żuławskiej: *Kryzysy walutowe*. Warszawa 2001. Wydawnictwo Naukowe PWN.

<sup>4</sup> Ubożająca ludność pozbywała się mimo niekorzystnego kursu zgromadzonych poza systemem bankowym oszczędności dolarowych – około 5 miliardów dolarów rocznie - co przejęciowo pozwoliło na ratowanie sytuacji płatniczej.

<sup>5</sup> Szerzej na ten temat: U. Żuławska: *Wybór instrumentów finansowania długu publicznego a ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego – doświadczenia Argentyny*. „Studia Finansowe” nr 59/2001, s. 59-72.

Tabela 1 *Argentyna: podstawowe wskaźniki gospodarcze*

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002*
<b>Zmiany roczne (%)</b>											
PKB realnie	9,6	5,7	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,9	-3,4	-0,8	-4,4	-11,0
Ceny konsumpcyjne (XII/XII)	17,5	7,4	3,9	1,6	0,1	0,3	0,7	-1,8	-0,7	-1,5	40,6
Inwestycje (w stałych cenach											
dolarowych 1995 r.)	32,2	15,1	13,5	-13,0	8,8	17,5	6,7	-12,8	-8,6	-15,7	-35,0
PKB w cenach bieżących (mld peso)	227	258	281	279	297	323	338	320	316	299	
Plące realne (1995 = 100)	101,7	100,4	101,1	100,0	99,9	99,3	99,0	100,1	101,6	100,4	84,9
Stopa bezrobocia (obszary miejskie)	7,0	9,6	11,5	17,5	17,2	14,9	12,9	14,4	15,1	17,4	21,0
Realny importowy efektywny kurs											
waluty (1995 = 100, CPI)	103	95,4	94,6	100	101,9	98,6	95,7	89,1	89,6	106,7	253,6
Cenowe <i>terms of trade</i> (1995 = 100)	100,7	104,8	105,6	100	108,5	108,9	103,9	98,5	108,8	108,2	109,9
<b>% PKB</b>											
Wynik niefinansowego sektora publicznego											
(bez prowincji i municypiów)	-0,1	1,5	-0,3	-0,6	-1,9	-1,5	-1,4	-1,7	-2,5	-3,1	-1,4

\* szacunki wstępne

Źródło: CEPAL, *Panorama económico de América Latina y El Caribe, różne lata; Bance preliminar de las economías de América Latina y Caribe 2002.*

z brakiem płynności (przymusowa zamiana depozytów bankowych na obligacje w okresie poprzedzającym plan wymienialności) i napływem konkurencyjnych towarów importowych.

Poprawił się stan finansów publicznych dzięki zmniejszeniu kosztów realnych zadłużenia publicznego denominowanego w dolarach (stały kurs wobec wciąż jeszcze utrzymującej się inflacji), zwiększeniu dochodów podatkowych (działanie odwrotnego efektu Olivera-Tanzi), wzrostowi podstawy opodatkowania na skutek zwiększenia aktywności gospodarczej i importu, a także w rezultacie korzystnej konwersji długu w poprzednim okresie. Jednocześnie poprawiła się egzekucja podatków.

W latach 1990-1993 dochodami z prywatyzacji spłacono 16,8 mld USD z około 57 mld USD publicznego zadłużenia zagranicznego. Pozostałe zobowiązania względem banków komercyjnych (97%) zrefinansowano w ramach Planu Brady'ego, zamieniając je na denominowane w dolarach i markach niemieckich 30- i 12-letnie obligacje. Zadłużenie wewnętrzne zamieniono na rządowe papiery dłużne denominowane w walutach obcych (dług publiczny denominowany w peso w 1993 r. stanowił zaledwie 6% całego zadłużenia publicznego). W 1992 i 1993 r., dzięki obniżeniu bieżących kosztów obsługi zadłużenia i wysokiemu tempu wzrostu gospodarczego, a co za tym idzie i dochodów podatkowych, udało się osiągnąć nadwyżkę w budżecie rządu centralnego. W początkowym okresie realizacji planu wymienialności znacznie zmniejszyły się wskaźniki obciążenia zadłużeniem publicznym: z 69,2% w relacji do PNB w 1989 r. do 27,7% w 1993 r.<sup>6</sup> Relacja między kosztami procentu od całości zadłuże-

nia zagranicznego a dochodami z eksportu zmalała w 1993 r. do minimalnego poziomu 23,3%.

Tempo inflacji gwałtownie malało, jednak nim spadło do poziomu odnotowywanego na rynku dolarowym, nastąpiła silna realna aprecjacja waluty argentyńskiej, a co za tym idzie – w przypadku braku szybkiego postępu w produktywności czynników produkcji – utrata konkurencyjności przez gospodarke. Gospodarka argentyńska w drugiej połowie XX wieku – w przeciwieństwie do przełomu XIX i XX wieku – należała do raczej zamkniętych. Udziały: eksportu w PKB (por. wykres 1) i importu w zaopatrzeniu rynku wewnętrznego, były stosunkowo niewielkie. Do kryzysu azjatyckiego 1997 r. postępowało wprawdzie otwarcie gospodarki argentyńskiej, było ono jednak silniejsze po stronie importu niż eksportu, co wiązało się ze zwiększeniem ujemnego salda handlowego. W latach 1997-1999 powiązania handlowe Argentyny z gospodarką światową uległy nieznacznemu ograniczeniu. Eksport wzrastał głównie za sprawą wzrostu eksportu roślin oleistych, kwiatów i owoców, a więc towarów nowych w argentyńskim eksporcie, wciąż jednak nisko przetworzonych. Import natomiast w relacji do PKB nieco malał, by ulec gwałtownemu ograniczeniu w czasie kryzysu. Relacje *terms of trade* również nie były dla Argentyny zbyt korzystne, ulegając gwałtownemu pogorszeniu w okresach szoków zewnętrznych (por. wykres 2).

Sukces w zakresie stabilizowania gospodarki pozwolił na ponowne włączenie się Argentyny do międzynarodowego systemu finansowego i przyspieszenie wzrostu gospodarczego dzięki wykorzystaniu finansowania zewnętrznego. Ten element sytuacji gospodarczej miał stać się wyznacznikiem sukcesów, ale i porażek gospodarki argentyńskiej w ostatnim dziesięcioleciu XX wieku. Napływowi kapitałów towarzyszyły ogromne zmiany w strukturze bilansu

<sup>6</sup> Był to w znacznej mierze efekt statystyczny, spowodowany przeliczaniem PKB po stałym kursie peso do dolara.

Tabela 2 *Bilans płatniczy Argentyny (mld USD)*

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002*
Eksport	15,4	16,5	19,5	25,0	28,3	30,9	31,1	27,8	31,1	30,1	29,3
Import	19,3	22,0	27,3	26,0	30,1	37,4	38,7	32,6	32,8	27,4	13,7
Saldo bilansu handlowego	-3,9	-5,6	-7,8	-1,0	-1,8	-6,5	-7,6	-4,9	-1,7	3,5	15,6
Saldo bilansu obrotów bieżących	-5,5	-8,0	-10,9	-4,9	-6,9	-12,4	-14,7	-12,4	-8,8	-4,4	9,3
Saldo bilansu obrotów kapitałowych	8,6	11,0	11,2	2,9	10,2	15,7	18,8	14,5	8,1	-17,0	-17,3
Saldo bilansu płatniczego	3,1	3,0	0,2	-2,0	3,3	3,3	4,1	2,0	-1,2	-21,5	-8,0
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne <sup>1</sup>	3,2	2,1	2,5	3,8	4,9	4,9	4,2	22,6	10,6	3,3	1,5
Zmiana rezerw (- oznacza wzrost)	-3,3	-4,3	-0,7	0,1	-3,9	-3,3	-3,4	-1,2	0,4	12,1	4,0
Zadłużenie zagraniczne <sup>2</sup>	62,8	72,2	85,7	89,5	109,6	124,7	140,5	145,3	146,2	139,8	132,9
Transfer zasobów netto <sup>3</sup>	6,4	9,3	8,1	0,3	5,1	9,1	10,4	5,8	1,1	-15,7	-19,8
Emisja papierów wartościowych											
na rynku międzynarodowym	1,6	6,3	5,3	6,4	14,1	14,7	15,6	14,2	13,0	1,5	-

\* szacunki wstępne

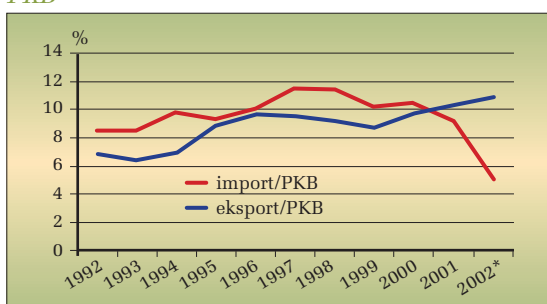
<sup>1</sup> Inwestycje w 1999 r. zawierają m.in. zakup akcji Yacimientos Petroliferos Fiscales (państwowego przedsiębiorstwa wydobywającego ropę naftową) przez kapitał zagraniczny.<sup>2</sup> Wraz z zadłużeniem względem MFW.<sup>3</sup> W układzie CEPAL oznacza napływ kapitałów netto pomniejszony o dochody z tytułu funkcjonowania inwestycji zagranicznych.Źródło: CEPAL, *Panorama económico de América Latina y El Caribe, różne lata*

płatniczego. Dodatnie saldo bilansu handlowego w ciągu czterech lat zostało zastąpione saldem ujemnym o mniej więcej tych samych rozmiarach (+8 mld USD w 1990 r.; -7 mld USD w 1994 r.). Rachunek obrotów bieżących w coraz większym stopniu obciążały także płatności odsetkowe od napływającego kapitału oraz transfer zysku od inwestycji bezpośrednich. Doprowadziło to do powstania ujemnego salda rachunku obrotów bieżących, rzędu 1,8% PKB w 1994 r. Równowaga bilansu płatniczego oraz system wymiennalności w tych warunkach zależały od napływu kapitału.

W ciągu trzech pierwszych lat funkcjonowania systemu zarządu walutą rocznie do Argentyny napływało około 10,8 mld USD, z czego średnio 33% stanowiły krótkookresowe inwestycje portfelowe, 19% - wpływy z tytułu prywatyzacji, kolejne 19% odzwierciedlało przyrost zadłużenia zagranicznego sektora prywatnego, około 12% stanowiło wzrost zagranicznego zadłużenia publicznego, 9% inwestowane było w sys-

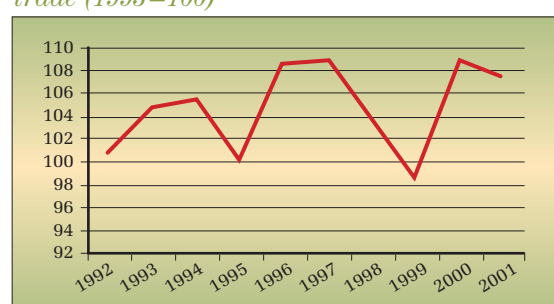
tem bankowy, a 8% stanowiły inwestycje bezpośrednie (nowe)<sup>7</sup>.

Przełom nastąpił w 1995 r., w związku z kryzysem meksykańskim. Od tego momentu odnotowuje się stały wzrost zapotrzebowania gospodarki argentyńskiej na finansowanie zewnętrzne. Nie spełniły się bowiem nadzieje, że stabilizacja gospodarki pod rządami planu wymiennalności zapewni stały wzrost i zniweluje napięcia w rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. Początkowo znaczną rolę odegrał odpływ kapitałów związany z tzw. efektem tequili (czyli zarażania rynków) w czasie kryzysu meksykańskiego. Nastąpił odpływ kapitałów krótkookresowych, zmniejszyły się także wpływy z tytułu prywatyzacji. Od tego momentu wysokie dodatnie saldo w rachunku obrotów kapitałowych uzyskiwano przede wszystkim dzięki lokowaniu na rynku zagranicznym rządowych papierów dłużnych.

<sup>7</sup> A. Calcagno, S. Manuelito: *La convertibilidad argentina: un antecedente relevante para la dolarización de Ecuador*. CEPAL Santiago de Chile, junio de 2001, s. 43.Wykres 1 *Relacja eksportu i importu do PKB*

\* dane wstępne

Źródło: przygotowano na podstawie danych CEPAL.

Wykres 2 *Argentyna: ewolucja terms of trade (1995=100)*

Źródło: opracowanie na podstawie danych CEPAL.

Tabela 3 *Struktura rachunku kapitałowego bilansu płatniczego Argentyny w latach 1991-1999*

	Średniorocznie 1991-1995 (mld USD)	Średniorocznie 1995-1999 (mld USD)
Napływ kapitału*	10,8	13,4
Prywatyzacja	2,0	1,4
Dług publiczny	1,3	7,5
Inwestycje w system bankowy	1,0	bd
Wzrost zadłużenia sektora prywatnego niefinansowego	2,0	2,1
Inwestycje bezpośrednie	0,9	3,8 **
Inwestycje krótkookresowe	3,6	-2,3

\* Zestawienie nie obejmuje wielkości z tytułu sprzedaży YPF (przedsiębiorstwa wydobywającego ropę naftową) hiszpańskiemu Repsol za 10,8 mld USD.

\*\* Wraz z wykupem banków argentyńskich przez kapitał zagraniczny.

Źródło: zestawiono na podstawie Calcagno i Mamuelito, *op.cit.*

Wzrost zadłużenia zagranicznego (zarówno prywatnego, jak i publicznego), wzrost wartości skumulowanych inwestycji bezpośrednich, jak też narastające płatności z tytułu spłaty starego zadłużenia prowadziły do konieczności transferowania z tych tytułów coraz poważniejszych środków. Łącznie ich wartość miała na przełomie tysiącleci przewyższać wartość argentyńskiego eksportu. Bez cudu gospodarczego, i to bezpośrednio związanego ze wzrostem eksportu, kryzys stał się więc nieuchronny, gdyż napływ kapitału nie mógł w nieskończoność finansować obsługi zadłużenia i transferu zysków.

W latach 90. można było zaobserwować następujące powiązania w gospodarce argentyńskiej. Wzrost - dzięki napływowi kapitałów zagranicznych i przy raczej niezmienniej strukturze sektora produkcyjnego w kraju - powodował gwałtowny wzrost importu, który z kolei musiał być finansowany napływem kapitału. Z drugiej strony tylko szybki wzrost gospodarczy mógł dostarczyć środków na pokrycie wzrastających wydatków publicznych, w tym wynikających z narastających kosztów obsługi długu rolowanego na przełomie lat 80. i 90. Szczególne zagrożenie dla funkcjonowania gospodarki stwarzało powiązanie pomiędzy emisją pieniądza a rezerwami walutowymi. Zmniejszenie rezerw w wyniku konieczności regulowania zobowiązań zagranicz-

nych powodowałyby brak płynności w gospodarce, a deficyt budżetowy mógł być finansowany jedynie przez instrumenty dłużne, lokowane głównie za granicą. Utrzymanie systemu zarządu walutą wymagało więc zdecydowanej ekspansji eksportu - czyli zasadniczej poprawy konkurencyjności gospodarki argentyńskiej. Jej osiągnięcie było szczególnie trudne wobec długotrwałej aprecjacji waluty, a więc możliwe jedynie poprzez wzrost wydajności czynników produkcji, co - zważywszy rozmiary inwestycji zagranicznych w latach 90. - nie było niemożliwe. Najłatwiej byłoby poprawić relacje z gospodarką światową przy sprzyjających warunkach zewnętrznych, w postaci dobrej koniunktury światowej, co niestety nie miało miejsca.

Plan Wymienialności pozwolił na szybką redukcję nominalnych stóp procentowych. Kształtowanie się stóp realnych zależało od tempa wygaszania inflacji. Do końca 1992 r. realna stopa procentowa od depozytów była ujemna, a od 1993 r. zaczęła przybierać niewielkie wartości dodatnie. Realna stopa procentowa stosowana w przypadku 30-dniowych papierów wartościowych w momencie wprowadzenia wymienialności była wysoka (ponad 10%), lecz stopniowo się zmniejszała, by od 1994 r. utrzymywać się na poziomie tylko nieznacznie (około 0,5 punktu procentowego) wyższym niż stopa procentowa od depozytów<sup>8</sup>.

Stopy procentowe stosowane przy transakcjach kredytowych były zróżnicowane dla transakcji denominowanych w peso i dolarach. Różnica w przypadku kredytów 30-dniowych dla przedsiębiorstw wynosiła od 0,5 do 2 punktów procentowych, z tendencją do wzrostu (tak bezwzględnego, jak i względnego) w okresie niepewności na rynkach światowych (kryzys meksykański 1995 r., kryzys azjatycki 1997 r., załamania brazylijskie). W przypadku kredytów udzielanych osobom fizycznym stopy procentowe dla obydwu typów transakcji były wyższe, a różnica między nimi także była większa. Dostęp do tańszych kredytów dolarowych był zatem trudniejszy dla osób fizycznych. Kredyty te pozostały wysoko oprocentowane, gdyż wraz z wygasa-

Wykres 3 *Podstawowe relacje dotyczące argentyńskiego bilansu płatniczego*

\* dane wstępne

Uwaga: oś lewa - relacje dotyczące transferu zysków i należnych procentów a eksportem oraz między zadłużeniem a PKB, oś prawa - relacja między zadłużeniem a eksportem.

Źródło: opracowanie na podstawie danych CEPAL.

<sup>8</sup> Dane Banco Central de la Republica Argentina.

niem ryzyka kursowego zwiększało się ryzyko kredytowe, wynikające z załamania gospodarczego. Zła koniunktura, towarzysząca deflacji, oznaczała dla przedsiębiorstw zwiększenie kosztów finansowych przy jednoczesnym zmniejszeniu rentowności ze względu na zmniejszenie popytu. Znaczy to, że nawet po wyeliminowaniu ryzyka kursowego, jak to miało miejsce w Argentynie, ryzyko kredytowe może powodować utrzymywanie się stóp procentowych na wysokim poziomie.

Wprowadzając system zarządu walutą, pozbawiono bank centralny możliwości bezpośredniego wpływu na płynność w gospodarce, pozostawiono mu jednak nadzór nad systemem bankowym. Uważano, że analogicznie do funkcjonowania systemu złotej waluty wprowadzenie bezpośredniego związku między pieniądzem krajowym a międzynarodowym będzie prowadziło do automatycznego zapewnienia równowagi zarówno sektora wewnętrznego, jak i zewnętrznego. Zdaniem Calcagno i Manuelito<sup>9</sup>, mechanizm ten spełniał pokładane w nim nadzieje do listopada 1994 r., czyli wystąpienia kryzysu meksykańskiego. Napływ kapitałów zagranicznych pozwolił w tym okresie – mimo gwałtownego wzrostu importu – na zwiększenie poziomu rezerw międzynarodowych, a tym samym na zwiększenie bazy monetarnej i remonetyzację gospodarki. Wzrost płynności w gospodarce pozwolił na szeroką akcję kredytową, uaktywnienie (dotychczas zadłużonego w znikomym stopniu) sektora przedsiębiorstw prywatnych, wreszcie na zwiększenie depozytów.

W okresie **kryzysu meksykańskiego** nastąpił gwałtowny odpływ kapitałów z Argentyny. W marcu 1995 r. Argentyna uzyskała pomoc od organizacji międzynarodowych (wysokości prawie 2 mld USD). Mimo to – głównie ze względu na niepewność powodowaną majowymi wyborami, w których zresztą ponownie mandat uzyskała ekipa Carlosa Menema - utrzymywał się odpływ kapitału za granicę. Depozyty bankowe zmniejszyły się, głównie jeśli chodzi o lokaty w peso (o ponad 26%), natomiast lokaty denominowane w dolarach obniżyły się w znacznie mniejszym stopniu (o nieco ponad 12%). Cytowani uprzednio Calcagno i Manuelito uważają, iż wydarzenia 1995 r. wyraźnie wskazują, że pokrycie bazy monetarnej w 100% rezerwami dewizowymi nie gwarantuje pełnej płynności, bowiem wymianie na dewizy mogą podlegać składniki mniej płynnych agregatów, jak M3. Bilansy niefinansowych jednostek gospodarczych w tym okresie wykazują, że tak właśnie postąpiły podmioty gospodarcze, zamieniając lokaty terminowe na dewizy deponowane poza krajowym systemem bankowym (za granicą lub „pod materacem”)<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Tamże.

<sup>10</sup> Podobna sytuacja wystąpiła w Argentynie pod koniec lat 80. O ówczesnych rozmiarach owego zjawiska świadczy fakt, że po wprowadzeniu restrykcji w kolejnych latach na rynku pojawiało się rocznie około 5 mld USD spoza systemu bankowego.

W połowie lat 90. z powodu zmniejszenia wielkości depozytów dla systemu bankowego konieczne stało się zmniejszenie rezerw kasowych i rezerw od depozytów dolarowych składanych w bankach zagranicznych. Bank centralny zmniejszył poziom rezerw obowiązkowych od wszystkich rodzajów depozytów, zezwolił na wliczanie depozytów kasowych w poczet rezerw obowiązkowych oraz zmniejszył karne odsetki za niedopełnienie wymogów w odniesieniu do rezerw. Własne środki płynne nie pokryły jednak całego zmniejszenia depozytów; można więc sądzić, że w wielu wypadkach wymuszono na klientach odnowienie kontraktów.

Bank centralny starał się też spełniać, choćby pośrednio, swe funkcje pożyczkodawcy ostatniej szansy. Z jego inicjatywy zorganizowano sieć bankową, za której pośrednictwem banki z większą płynnością wykupywały portfele banków odnotowujących brak płynności. Ze względu na zbyt wysoką – zdaniem banku centralnego – stopę procentową, stosowaną w tych transakcjach, bank centralny podjął nową inicjatywę – z 2% obowiązkowych rezerw od depozytów zdeponowanych w państwowym Banco de la Nación stworzono fundusz dla ratowania – poprzez wykup części portfela – banków tracących płynność. W marcu 1995 r. znowelizowano ustawę o banku centralnym, przywracając mu częściowo funkcje pożyczkodawcy ostatniej szansy (poprzez zezwolenie na wypłatę „zaliczek ze względu na przejściowy brak płynności” wraz z prawem do odsprzedawania nabytych w wyniku tej procedury kredytów bankom dysponującym płynnością). Tylko w maju 1995 r. system bankowy za pośrednictwem tego mechanizmu uzyskał 3,5 mld peso, co odpowiadało połowie wartości depozytów utraconych od momentu wybuchu kryzysu meksykańskiego.

Stworzono także inne instrumenty mające w przyszłości zapobiegać głębokim kryzysom bankowym. Bazując na pożyczkach z Banku Światowego, Międzyamerykańskiego Banku Rozwoju i akcjach YPF znajdujących się w posiadaniu skarbu państwa, stworzono Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria i Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial, mające na celu wspieranie restrukturyzacji banków w ogóle (pierwszy) i banków prowincji (drugi). Trzydzieścioro banków międzynarodowych utworzyło także system kredytowy (o łącznej wartości ponad 6 mld USD) na wypadek spadku zaufania do gospodarki argentyńskiej. Aby zapobiec dalszemu wycofywaniu depozytów przywrócono gwarancje państwowe dla depozytów. Z drugiej strony uznano, że bank, który okresowo zawiesza wypłatę depozytów, nie musi zaprzestać działalności, co przesunęło problem płynności od banku do jego klientów. W rozliczeniach międzybankowych przyjęto zasadę, że czeki wystawiane przez podmioty niefinansowe mogły nie być przyjmowane przez organy finansowe, nawet jeśli na koncie, na podstawie którego je wystawiono, znajdowały się (teoretycznie) środki. Zapobiegając w ten sposób roz-

szerzaniu się kryzysu bankowego, władze przeniosły ciężar kosztów dostosowań na sektor niefinansowy. Jednocześnie starano się wyeliminować banki mające największe trudności, głównie popierając ich przejęcia przez banki zagraniczne. Toteż udział banków zagranicznych w pozyskiwaniu depozytów wzrósł z 16% w 1994 r. do 21% w 1995 r. i osiągnął 48% w październiku 2000 r., co odzwierciedla wzrost ich roli w argentyńskim systemie finansowym.

Napływ kapitału zagranicznego za pośrednictwem kanałów banku centralnego (pomoc MFW), lokowania papierów dłużnych na rynku międzynarodowym, a wreszcie prawie miliardowe dochody z prywatyzacji pozwoliły na pokrycie publicznego zapotrzebowania na finansowanie zewnętrzne w wysokości 8,3 mld USD w trzech ostatnich kwartałach 1995 r.

Napływ kapitałów zagranicznych pozwalał na podniesienie o kilka punktów stopy inwestycji i na odbudowę rezerw międzynarodowych, co z kolei przy przyjętym mechanizmie emisji pieniądza pozwalało na remonetyzację gospodarki. Z większych reform podjęto tylko jedną – reformę systemu emerytalnego, polegającą na wprowadzeniu obok filaru repartycyjnego filaru kapitałowego.

Już w drugiej połowie 1995 r. inwestorzy zagraniczni zaczęli powracać na rynek argentyński. Nastąpiła jednak znamienna zmiana w strukturze przepływów: finansowanie sektora prywatnego, które dominowało do końca 1994 r., zastąpione zostało wzrastającymi inwestycjami w rządowe papiery wartościowe. Było to spowodowane sytuacją finansów publicznych: wzrastały koszty obsługi zadłużenia zagranicznego, dochody podatkowe malały z powodu załamania gospodarczego, prowincje nie poddały się centralnej dyscyplinie budżetowej. Deficyt budżetowy miał się utrzymywać w kolejnych latach na poziomie 1 - 2% PKB, nie był to więc poziom alarmujący. Poza wzrostem bezrobocia w miastach i niewielkim spadkiem realnych płac w 1996 r. trudno już było się doszukać innych negatywnych efektów wstrząsu 1995 r.

Jednocześnie nastąpiły pewne zmiany w warunkach gospodarowania. W 1995 r. weszło w życie porozumienie z 1991 r. o integracji gospodarczej między Argentyną, Brazylią, Paragwajem i Urugwajem, znane jako Mercosur. Wiązano z nim duże nadzieje. Zasadnicze znaczenie w funkcjonowaniu tej unii celnej mają relacje gospodarcze między Argentyną a Brazylią. W 1994 r. Brazylia wprowadziła plan stabilizacyjny (znany jako Plan Real) oparty na stałym kursie walutowym (aczkolwiek bez ograniczeń w funkcjonowaniu banku centralnego, jak w Argentynie), co pozwalało obu krajom na zwiększenie wymiany handlowej przy zbliżonych warunkach konkurencyjności. Bilans handlowy między obydwoma krajami do 1998 r. zamykano ponadmiliardowym dodatnim dla Argentyny saldem, co pozwalało jej wydatnie ograniczyć ujemne saldo handlowe z resz-

tą świata. Rynek brazylijski miał dla Argentyny szczególne znaczenie, gdyż w odróżnieniu od krajów wysoko rozwiniętych był głównym odbiorcą artykułów wysoko przetworzonych, jak samochody.

Po kryzysie meksykańskim najważniejszym elementem podtrzymującym równowagę w gospodarce argentyńskiej był nadal napływ kapitału zagranicznego. Finansował on inwestycje, deficyt budżetowy, ujemne saldo obrotów bieżących bilansu płatniczego<sup>11</sup>. Głównymi elementami stymulującymi napływ kapitału zagranicznego są: poziom stopy procentowej skorygowany ryzykiem kursowym oraz zaufanie, jakim zagraniczni inwestorzy darzą daną gospodarkę. Dzięki systemowi izby walutowej gospodarka argentyńska utrzymała wiarygodność. Poziom stopy procentowej był od 1995 r. atrakcyjny dla inwestorów zagranicznych, a ryzyko dewaluacji - minimalne. Inflacja także wygasła. Zadłużenie zagraniczne gwałtownie więc wzrosło – podwoiło się w ciągu pięciu lat programu stabilizacyjnego. Relacja zadłużenia do PKB wyniosła w tym okresie 55%, koszty procentów w relacji do wartości eksportu wzrosły z 23% do 30%. Dopóki nie pamiętano o zbliżających się terminach wykupu obligacji (przede wszystkim zadłużenia zamienionego na początku dekady na obligacje 10-letnie), dopóty sytuacja nie wydawała się więc alarmująca. Nie podjęto żadnych istotnych zmian w polityce gospodarczej, zwłaszcza pieniężnej. Do zmian polegających głównie na liberalizacji rynku pracy, które pozwoliłyby na zwiększenie konkurencyjności gospodarki, oraz na zmniejszeniu nierównowagi finansów publicznych dzięki zdyscyplinowaniu finansowemu rządów prowincji nawoływał twórca planu wymieniałości, Domingo Cavallo, toteż został usunięty z rządu w 1996 r.

### Kryzys gospodarczy

Od połowy 1998 r. gospodarka argentyńska znajduje się w recesji, choć pierwsze odznaki tego stanu były trudne do wychwycenia, gdyż wyniki gospodarcze w pierwszej połowie roku były bardzo dobre<sup>12</sup>. Wobec dewaluacji w licznych krajach wschodzących rynków, towarzyszących kryzysowi azjatyckiemu, nawet nieznaczna aprecjacja peso musiała doprowadzić do zmniejszenia konkurencyjności gospodarki i eksportu. Szczęściem dla argentyńskiego bilansu handlowego import zmalał w wyniku rodzącego się pesymizmu wśród konsumentów i inwestorów.

Mimo szoków zewnętrznych spowodowanych kryzysami walutowymi w krajach wschodzących ryn-

<sup>11</sup> Aczkolwiek nie należy zapominać, że napływ kapitału stanowi jednocześnie stymulację dla importu, a więc przyczynę występowania deficytu handlowego. Coraz większe były też płatności z tytułu transferu zysków od inwestycji zagranicznych.

<sup>12</sup> Tempo wzrostu PKB w stosunku do kwartału sprzed roku wynosiło w 1998 r. kolejno: 6,0%, 6,9%, 3,2% i 0,4%.

ków napływ kapitałów do Argentyny osiągnął w 1998 r. maksimum na poziomie niemal 19 mld USD. Kryzys azjatycki wywołał perturbację również w silnie związanej z gospodarką argentyńską Brazylii: dwa ataki spekulacyjne na reala brazylijskiego (listopad 1997 r. i grudzień 1998 r.) zmusiły Brazylię w styczniu 1999 r. do dewaluacji waluty (z 1 reala za 1 USD do 2,1 reala za 1 USD), co zasadniczo zmieniło rachunek opłacalności w handlu między tymi krajami. Ze względu na strukturę ograniczenie eksportu do Brazylii miało silniejszy negatywny wpływ na poziom aktywności gospodarczej niż na możliwości płatnicze kraju.

Rok 1999 był już zdecydowanie zły dla gospodarki argentyńskiej. Na recesję w sektorze realnym nałożyły się trudności finansowe. Uzyskano niewielką pierwotną nadwyżkę budżetu państwa, ale ze względu na narastające koszty obsługi zadłużenia deficyt budżetowy się zwiększył. W dodatku z końcem roku, wobec zmiany administracji, wystąpiły znaczne trudności z lokowaniem na rynku finansowym nowych skarbowych papierów dłużnych<sup>13</sup>.

W grudniu 1999 r. prezydentem z ramienia partii radykalnej został Fernando de la Rúa, zastępując po ośmiu latach pseudopopulistycznego prezydenta Carlosa Menema. Społeczeństwo obdarzyło nowego prezydenta znacznym kredytem zaufania, którego - jak się dziś ocenia - nie umiał wykorzystać. Zapowiedział (ale nie wprowadził w życie) reformę finansów państwowych, która pozwoliłaby sprostać rosnącym zobowiązaniom z tytułu obsługi zadłużenia. Reforma przewidywała wzrost progresywności podatku od dochodów osobistych i od zysku, poszerzenie podatku VAT, zmniejszenie ulgi podatkowej z tytułu składek na ubezpieczenia społeczne. Jednym z zasadniczych elementów reformy miało być uporządkowanie relacji między budżetami lokalnymi a centralnym. Reforma miała doprowadzić do ograniczenia deficytu budżetowego do 1,7% PKB (2,7% PKB wliczając deficyty budżetów lokalnych). Program znalazł uznanie w oczach ekspertów z MFW. Uważa się, że podstawowym celem programu było właśnie uzyskanie akceptacji MFW, a przez to ułatwienie dostępu do międzynarodowych rynków finansowych. Program wprowadzano z dobrymi efektami przez I kwartał 2000 r., jednak już od kwietnia 2000 r. wyniki były złe i nastąpiło znaczne obniżenie cen rządowych papierów wartościowych.

<sup>13</sup> Fanelli przedstawia następującą listę czynników które przyczyniły się do kryzysu w latach 1998-1999, i podaje ich kwantyfikację: pogorszenie *terms of trade* o 11,1%, zmniejszenie cen eksportowych o 20%; zmniejszenie eksportu do Brazylii o 30%, dewaluacja reala brazylijskiego o 18,4%, aprecjacja dolara względem euro o około 10% (peso związane było z dolarem, natomiast eksport kierowany był głównie do Europy), ucieczka kapitałów poza inwestycjami bezpośrednimi w wielkości równej 1,4% PKB, zwiększenie kosztów procentów od zadłużenia publicznego o wielkość równą 1% PKB. Por. J.M. Fanelli: *Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina*. "Revista de la CEPAL" nr 77, Agosto 2002.

W połowie roku utrzymująca się recesja doprowadziła do ograniczenia wpływów podatkowych. Rząd próbował wprowadzić bodźce podatkowe dla inwestycji i ustabilizować, poprzez przedłużenie koncesji, warunki funkcjonowania inwestycji zagranicznych. Ze względu na niekorzystny klimat polityczny (nieporozumienia wewnątrz partii rządzącej) działania te nie odniosły spodziewanego rezultatu; przeciwnie - ponownie wystąpiły trudności z ulokowaniem na rynku kolejnych transz rządowych papierów wartościowych. W efekcie nowelizowano ustawę budżetową w celu zwiększenia dopuszczalnego deficytu.

Początek 2001 r. nie przyniósł poprawy ani poziomu aktywności gospodarczej, ani sytuacji finansów publicznych. Propozycje ostrych cięć w wydatkach budżetowych niezaakceptowane przez społeczeństwo i trudności w sprzedaży skarbowych papierów wartościowych spowodowały dymisje dwóch kolejnych ministrów gospodarki. W tej sytuacji na stanowisko ministra gospodarki powrócił Domingo Cavallo<sup>14</sup>, twórca Planu Wymienialności.

Niespełna dziewięciomiesięczny okres sprawowania urzędu przez Cavallo w 2001 r. to ciągnąca szamotanina między dążeniem do wprowadzenia instrumentów, które mogłyby doprowadzić do ożywienia gospodarki, a bieżącymi trudnościami związanymi z rolowaniem długu publicznego. Stąd znaczna niespójność działań podejmowanych przez administrację. Najprostsze z rozwiązań - dewaluacja - groziło falą bankructw przedsiębiorstw prywatnych oraz niewypłacalnością państwa, gdyż większość kontraktów denominowana była w dolarach. Brakowało więc woli politycznej do jej przeprowadzenia, a lobbing w kierunku zachowania izby walutowej był bardzo silny.

Na mocy specjalnych uprawnień przyznanych władzy wykonawczej wprowadzono podatki od środków na kontach bankowych i zapowiedziano reformę centralnych instytucji gospodarczych. Między innymi zmieniono ustawę o banku centralnym, aby bez - przynajmniej formalnego - zrywania z systemem izby walutowej, pozwolić na lepsze zarządzanie płynnością. Minister obiecywał także wprowadzenie polityki branżowej w celu zwiększenia konkurencyjności gospodarki. Zabrakło jednak czasu i środków na jej wprowadzenie. Zmniejszono natomiast cła na import dóbr kapitałowych, licząc na ożywienie w tym zakresie.

Zmieniono zasady wymienialności: w miejsce sztywnego przywiązania peso do dolara wprowadzono kurs względem koszyka walut, składającego się w 50% z dolarów i w 50% z euro. Oznaczało to 8% dewaluację peso. Rząd podkreślał, że przyjęcie takiego rozwiązania ma być wyraźnym sygnałem, że nie przewiduje się ani pełnej dolaryzacji, ani dewaluacji. W rzeczywistości

<sup>14</sup> Objął to stanowisko, choć związany był z pozostającą w opozycji partią peronistowską.



spowodował raczej pewną dezorientację w polityce kursowej. Na koniec kwietnia 2001 r. na międzynarodowym rynku finansowym za bardziej ryzykowne niż argentyńskie uważano jedynie obligacje Ekwadoru i Nigerii. Ratunkiem dla finansów publicznych było zatem negocjowanie restrukturyzacji kolejnych pakietów zadłużenia<sup>15</sup>. Od połowy roku Argentyna utraciła możliwość korzystania z prywatnych kredytów zagranicznych. Rząd zobowiązywał się do utrzymania deficytu budżetowego na poziomie zera (za pomocą ostrych cięć w wydatkach bieżących), nie wystarczyło to jednak do przywrócenia zaufania do argentyńskich obligacji. Jedynie MFW, po długich negocjacjach, w sierpniu 2001 r. wspomógł jeszcze Argentynę pożyczką w wysokości 8 mld USD (wcześniej, w styczniu Argentyna uzyskała z MFW 40 mld USD na pokrycie zobowiązań zagranicznych). Ceną było zobowiązanie do utrzymania deficytu budżetowego na poziomie zerowym i uregulowanie rozliczeń podatków z prowincjami, odpowiedzialnymi za deficyt publiczny równy 1% PKB<sup>16</sup>. O 13% zmniejszono płace w sektorze publicznym oraz renty i emerytury. Cięcia budżetowe przychodziły w wyjątkowo niekorzystnym momencie, gdyż w październiku przypadły wybory do parlamentu. Projekty dostosowań budżetowych były więc bardzo ogólne, co raczej powiększało niezadowolenie i niepokój wyborców. W efekcie niepewność w gospodarce rosła, a rządząca koalicja utraciła większość w parlamencie.

Wobec konieczności dalszego refinansowania zobowiązań rządowi nie pozostało nic innego niż poszukiwanie środków na rynku wewnętrznym. Szacuje się, że w połowie roku około 30 mld USD zobowiązań wewnętrznych było już denominowanych w dolarach. Przeprowadzono więc obligatoryjną zamianę skarbowych papierów wartościowych o wartości 50 mld USD na nowe (tzw. Letes), długookresowe papiery o oprocentowaniu nieprzekraczającym 7%, co miało dać roczne oszczędności rzędu 3,5 mld USD. Operacji tej dokonano w listopadzie i zaowocowała ona, niestety, ostatecznym załamaniem zaufania do systemu bankowego. Nastąpiło gwałtowne wycofywanie wkładów z banków (w ciągu dwóch ostatnich dni roboczych listopada transferowano z Argentyny 1,8 mld USD), i to w postaci dolarów. By uratować system bankowy przed powszechnym bankructwem, wprowadzono ściśle ograniczenia – w założeniu przejściowe – w wycofywaniu środków z banku, tzw. *corralito*. W pierwotnej wersji można było dysponować jedynie 250 peso tygodniowo. Z czasem znajdowano jednak oraz więcej sytuacji specjalnych, usprawiedliwiających wyjątek od tej reguły, oraz coraz większe możliwości korzystania ze zgromadzonych środków w sposób bezgotówkowy.

## Kryzys walutowy

W listopadzie 2001 r. fiasco poniosły rozmowy z MFW, który przez ostatnie miesiące był jedynym źródłem finansowania zewnętrznego dla Argentyny. MFW odmówił wypłacenia ostatniej transzy pożyczki, czyli 1.260 mln USD, gdyż administracja argentyńska nie zdecydowała się ani na pełną dolaryzację gospodarki, ani na dewaluację peso. Oznaczało to poważne trudności w rolowaniu kolejnej transzy zadłużenia, w wysokości 770 mln USD, przypadającej na grudzień. Z tej kwoty 53% wypłacono w gotówce, dzięki zmuszeniu funduszy emerytalnych do zwiększenia zaangażowania w papiery skarbowe (w miejsce lokat terminowych) i zmianie zasad inwestowania przez fundusze powiernicze. Pozostałe 47% kwoty przypadającej na grudzień zamieniono na nowe papiery skarbowe, a termin spłaty 180 mln USD zadłużenia – m.in. względem MFW – odroczone. Był to ostatni „sukces” administracji de la Rúa/Cavallo.

Protesty ludności przeciwko postępującemu ubożeniu i zamrożeniu kont doprowadziły do ustąpienia administracji Fernando de la Rúa w dniu 20 grudnia 2001 r. Kolejny prezydent, tym razem z partii peronistowskiej, Adolfo Rodríguez Saá zajmował fotel prezydencki przez zaledwie 8 dni. Ogłosił moratorium długu publicznego w wysokości 155 mld USD, rzucił myśl wprowadzenia dość enigmatycznej „trzeciej waluty” – i został odwołany przez swoją własną partię.

Na czele nowej administracji stanął kolejny przedstawiciel partii peronistowskiej Eduardo Duhalde, a tekę ministra gospodarki objął – jak się okazało na trzy miesiące – Jorge Remes Lenicov. Obok kwestii związanych z uregulowaniem zobowiązań międzynarodowych do najważniejszych problemów należały: sposób wycofania się z zamrożenia depozytów bankowych oraz z dolaryzacji gospodarki.

10 stycznia 2002 r. ogłoszono dewaluację (kurs oficjalny peso do dolara ustalono na poziomie 1,4). Od 11 stycznia przywrócono notowania dolara na wolnym rynku. Początkowo kształtował się on na poziomie 1,5 - 1,7 peso do dolara, w ciągu kilku dni wzrósł do poziomu około 2,2 peso za dolara, w maju i czerwcu 2002 r. płacono 3,5 peso za dolara. Najważniejszym hamulcem wzrostu cen dolara był brak płynności w gospodarce, spowodowany głównie zamrożeniem kont bankowych. Konieczność wycofania się z systemu zamrożenia depozytów stanowi jedną z głównych trudności w zarządzaniu kryzysem argentyńskim. Kolejne projekty, pozwalające na uchronienie systemu bankowego przed masowymi bankructwami poprzez odłożenie w czasie zwrotu depozytów i rozłożenie kosztów dewaluacji między banki i ich klientów, nie znalazły poparcia władz legislacyjnych i sądowniczych. (Odrzucenie kolejnego projektu zamiany depozytów na bony stało się przyczyną dymisji Jorge Remesa). W różnych wersjach

<sup>15</sup> Które w środowisku latynoamerykańskim popularnie nazywane jest „blindaje financiero” – pancierz finansowy.

<sup>16</sup> Wskaźnik ryzyka dla Argentyny, który w styczniu wynosił 700 punktów, w lipcu osiągnął 1.400, a w listopadzie wzrósł do 3.000.

powraca idea bonów – średniookresowych papierów wartościowych zastępujących zamrożone depozyty. Mogłyby one spełniać funkcję środka płatniczego w odniesieniu do wybranych rodzajów transakcji. Ma to ograniczyć inflacyjne skutki „odmrożenia” depozytów. Jednocześnie pozbawienie średnio zamożnych obywateli dostępu do własnych pieniędzy wzbudza największą emocji i protestów społecznych, a decyzje sądów w sprawach o zwrot depozytów są z reguły korzystne dla klientów banków. Podstawą prawną wydawania takich orzeczeń sądowych jest zagwarantowana w konstytucji ochrona własności prywatnej. W wyniku ponad 36 tysięcy postępowań sądowych do czerwca 2002 r. zwrócono 3,2 mld peso, z czego największa część, ponad 700 mln, przypada na zwroty od 200 tys. do 500 tys. peso<sup>17</sup>.

Podjęcie decyzji o tym, w jaki sposób pożyczki, kredyty i depozyty denominowane w dolarach zostaną przeliczone na peso, jest jednoznaczne z rozłożeniem kosztów kryzysu między poszczególne grupy: wierzycieli, dłużników, banki, inwestorów etc. W najogólniejszym zarysie: rząd starał się pasywnie banków denominowane w dolarach zamienić na peso po kursie 1,4 peso za dolara, a aktywa po kursie 1 : 1. Stawia to oczywiście banki w bardzo trudnej sytuacji, nawet jeśli termin zapadalności zobowiązań przesunięto administracyjnie. Banki o kapitale zagranicznym, podobnie jak przedsiębiorstwa zagraniczne działające w Argentynie, odwołują się masowo do waszyngtońskiego Międzynarodowego Centrum Porozumień ds. Inwestycji Zagranicznych. Od początku 2002 r. bank centralny wspomagał banki, które odnotowały brak płynności. Transakcje redyskontowe wyniosły 6,7 mld peso, z czego ponad 6 mld przeznaczono dla trzech największych banków znajdujących się pod kontrolą państwa (Nación, Provincia i Ciudad de Buenos Aires) oraz trzech mniejszych, które ze względu na brak płynności i tak zostały przejęte przez La Nación. Pozostałe ponad pół miliarda peso to redyskonto dla banków prywatnych, w tym w znacznej mierze zagranicznych. Poprzez redyskonto bank centralny starał się zapobiec bankructwom nawet niewielkich banków, gdyż spodziewana była reakcja łańcuchowa. Pomoc dla banków jest źle widziana zarówno przez misję MFW, jak i ministra gospodarki, odpowiedzialnego w systemie argentyńskim za budżet państwa. Udzielanie takiej pomocy – ze względu na obowiązujące wciąż prawo z czasów izby walutowej – jest na granicy prawa, a działalność trzech poprzednich prezesów banku centralnego jest przedmiotem śledztwa.

\*  
\* \*

Główną przyczyną kryzysu walutowego w Argentynie jest utrzymywanie się od kilku lat recesji, co pociągnę-

ło za sobą pogorszenie stanu finansów publicznych. Przyczyną bezpośrednią stała się niemożność rolowania publicznego zadłużenia zagranicznego, jak też zadłużenia krajowego denominowanego w dolarach. Poniżej powtórzyła się więc sytuacja z 1982 r., gdy wybuchł kryzys zadłużeniowy. W przypadku Argentyny w 2001 r. istotny był raczej sposób finansowania deficytu budżetowego - jak też innych agregatów makroekonomicznych - na rynku dolarowym, a nie same rozmiary deficytu w stosunku do PKB. Rozmiary deficytu budżetowego są jednak nieporównywalne – deficyt budżetowy na początku lat 80. wahał się w Argentynie od 7,5% PKB do 15,1% PKB, natomiast na przełomie tysiącleci wyniósł zaledwie 2 - 3% PKB. Różnica między kryzysem 1982 r. i 2001 r. polega się też na sposobie dochodzenia finansów publicznych do stanu wywołującego reakcję łańcuchową.

Przyczyn złego stanu finansów publicznych w Argentynie w 2001 r. było wiele i często wzajemnie się stymulowały. Przyczyną była przyjęta na przełomie lat 80. i 90. strategia rozwiązywania problemu zadłużeniowego, polegająca na kompleksowym zastąpieniu starego zadłużenia obligacjami skarbowymi, o terminie wykupu wynoszącym 10 lat i więcej.

Kolejną przyczyną było uznanie, że inflacja jest główną, o ile nie jedyną, barierą wzrostu. Doprowadziło to do podporządkowania polityki gospodarczej temu jednemu celowi. Efektem było wprowadzenie izby walutowej. Takie postępowanie wydawało się wysoce uzasadnione w początkowym okresie tłumienia inflacji. Zabrakło jednak elastycznych dostosowań polityki gospodarczej, a polityka pieniężna niezapewniająca odpowiedniego poziomu płynności stała się jednym z hamulców wzrostu gospodarczego.

Dolaryzacja gospodarki, wspomagająca przywracanie zaufania do gospodarki argentyńskiej, w znacznym stopniu utrudniła zarządzanie kryzysem walutowym, gdy ten nastąpił. Przyjęte rozwiązania instytucjonalne - najpierw w postaci izby walutowej, a następnie w postaci zamrożenia depozytów bankowych - ograniczyły pole wyboru polityki gospodarczej, uniemożliwiły elastyczne dostosowania w tym zakresie.

Załamanie gospodarcze w sektorze realnym spowodowane było, obok niefortunnej polityki pieniężnej, szokami zewnętrznymi. Szoki zewnętrzne były tym dotkliwsze, że w modelu gospodarczym realizowanym w latach 90. finansowanie wzrostu oparte było głównie na środkach zewnętrznych. Nie nastąpiło natomiast otwarcie realnego sektora gospodarki po stronie eksportu. Polityka pieniężna ukierunkowana na tłumienie inflacji nawet wówczas, gdy ta już nie występowała, doprowadziła do pogłębienia negatywnych efektów szoków zewnętrznych.

Recesja gospodarcza z kolei musiała pogorszyć stan finansów publicznych.

<sup>17</sup> "El Clarin" z 6.06.2002 r.

Argentyna nie wykorzystała szansy, którą dały jej pierwsze lata po wprowadzeniu Planu Wymienialności – bez inflacji i z małymi kosztami obsługi zadłużenia zagranicznego, z dużym dostępem do zewnętrznych środków finansowania - by zrestrukturyzować gospodarkę i wprowadzić ją na ścieżkę trwałego wzrostu. Wprowadzony system zarządzania walutą nie spełnił pokładanych w nim nadziei, gdyż nie zapewnił automatycznego równoważenia sektora wewnętrznego i zewnętrznego. Uruchomione przez narzędzia monetarne procesy dostosowawcze w sektorze realnym zmniejszyły natomiast konkurencyjność gospodarki, a przez to wykluczyły zbliżanie się do stanu równowagi w bilansie płatniczym.

Kryzys walutowy dotknął tym razem społeczeństwo tradycyjnie bogate, przyzwyczajone do relatywnie wysokiego poziomu życia, jednak zmęczone utrzymującą się od kilku lat recesją. Nie stwarza to przyjaznego klimatu dla reform, z konieczności drastycznie obniżających poziom życia społeczeństwa, i grozi chaosem politycznym, na granicy którego Argentyna znajduje się od grudnia 2001 r. W dodatku rozwiązania instytucjonalne – zazwyczaj dość rozpaczliwe – wprowadzane w 2001 r. ogromnie utrudniły racjonalne rozwiązywanie problemów i zmniejszenie kosztów kryzysu. Międzynarodowe instytucje finansowe nie śpieszyły się też z pomocą dla Argentyny, a bez niej trudno sobie wyobrazić szybkie wyjście z kryzysu.

## Literatura

1. A. Calcagno, S. Manuelito: *La convertibilidad argentina: un antecedente relevante para la dolarización de Ecuador?* Santiago de Chile, junio 2001 CEPAL.
2. J.M. Fanelli: *Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina*. "Revista de la CEPAL" nr 77, Agosto 2002.
3. W. Małecki, R. Piasecki, A. Sławiński, U. Żuławska: *Kryzysy finansowe*. Warszawa 2001 PWN.
4. W. Małecki, U. Żuławska: *Równowaga budżetowa i dług publiczny a współczesne kryzysy walutowe*. „Ekonomista” nr 2/2000.
5. U. Żuławska: *Stabilizowanie gospodarki a wzrost. Doświadczenia Argentyny, Brazylii, Chile i Meksyku*. Warszawa 1994.
6. *Argentyńskie doświadczenia w zakresie stabilizowania gospodarki*. Biuro Studiów i Analiz Kancelarii Senatu, czerwiec 1994.
7. *Wybór instrumentów finansowania długu publicznego a ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego – doświadczenia Argentyny*. „Studia Finansowe” nr 59/2001, s. 59-72.

## Materiały statystyczne i informacje bieżące

CEPAL (Komisja Ekonomiczna ONZ dla Ameryki Łacińskiej): Anuario estadístico, różne lata.  
Balance preliminar de las economías de América Latina y Caribe, 2002.  
Panorama económico de América Latina y El Caribe, różne lata.

## Strony internetowe

Banco Central de la República Argentina  
Bolsa de Valores de Buenos Aires  
Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensiones

## Dzienniki

„El Clarin”  
„La Nación”