

Doświadczenia międzynarodowe a prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu walutowego w Polsce

Marcin Gruszczyński

Celem niniejszego opracowania jest rozważenie możliwości wystąpienia kryzysu walutowego w Polsce po uzyskaniu członkostwa w Unii Europejskiej. Tłem do rozważań są doświadczenia krajów wysoko rozwiniętych i rozwijających się, związane z zakłóceniami na rynkach finansowych. Głównym celem pracy będzie wskazanie negatywnych zjawisk występujących w Polskiej gospodarce, analogicznych do tych, które zapewne przyczyniły się do wystąpienia kryzysów w przedstawianych krajach. Wybrane porównania dotyczą kryzysu Europejskiego Systemu Monetarnego – ERM (1992-1993), kryzysu w krajach Azji Wschodniej (1997-1998) oraz załamania, które dotknęło Argentynę (2000-2001).

W ostatnim dziesięcioleciu kryzysy walutowe dotyczyły nie tylko krajów rozwijających się czy transformacji systemowej, ale także kraje należące do najbardziej rozwiniętych, o nowoczesnych i zasobnych systemach finansowych. **Kryzys walutowy** zazwyczaj kojarzy się ze spekulacyjnym atakiem na kurs walutowy, czego rezultatem jest dewaluacja (lub ostra deprecjacja) waluty, a także wymuszona interwencja władz w obronie waluty, przejawiająca się wyprzedacją rezerw lub znacznym podniesieniem krótkoterminowych stóp procentowych. Powszechnie uważa się, że kryzys walutowy niesie za sobą tylko i wyłącznie ne-

gatywne konsekwencje dla rynku finansowego i gospodarki. Analizując długoterminowe zmiany parametrów ekonomicznych można jednak zauważyć, że likwidacja „rezultatu nawarstwienia się ekonomicznej nierównowagi oraz niewłaściwej wyceny aktywów i kursu walutowego”¹ trwa około dwóch lat (WEO, 1998). Pozytywne konsekwencje, takie jak odbudowa poziomu rezerw walutowych, wzrost eksportu, poprawa bilansu handlowego, obserwowane są nawet już po roku. Oczywiście, zauważalna jest także presja inflacyjna, spowolnienie wzrostu gospodarczego, spadek inwestycji czy pogłębienie deficytu budżetowego. Niemniej jeśli gospodarka danego kraju oparta jest na stabilnych fundamentach, z silnym sektorem wolnorynkowym oraz rozwiniętym systemem finansowym, negatywne konsekwencje kryzysu mogą być względnie szybko zneutralizowane.

W przeciwnym wypadku konsekwencje kryzysu mogą być poważniejsze. Kryzysowi walutowemu mogą towarzyszyć także inne kryzysy, wzmacniające konsekwencje makroekonomiczne zaburzeń kursowych. Gwałtowny spadek wartości waluty może spowodować,

¹ „The build-up of unsustainable economic imbalances and misalignments in asset prices or exchange rates, often in a context of financial sector distortions and structural rigidities”. WEO. (1998), s. 75.

że system bankowy znajdzie się w obliczu rzeczywistego lub potencjalnego runu na walutę obcą, zmuszającego do zawieszenia wewnętrznej wymiennalności. **Kryzys bankowy** może zatem zmusić władze do interwencji i udzielenia sektorowi bankowemu pomocy na dużą skalę. Może mu towarzyszyć **kryzys systemu finansowego** (nie tylko banków, ale i giełd papierów wartościowych, rynku ubezpieczeniowego, nieruchomości itp.), polegająca na zaburzeniu jego efektywności i negatywnie wpływająca na sferę realną gospodarki. Kolejną konsekwencją zaburzeń na rynku walutowym może być kryzys zadłużeniowy – gdy kraj nie będzie w stanie obsłużyć zagranicznego długu publicznego lub prywatnego.

Koszty zarówno pojedynczego kryzysu, jak i kilku występujących jednocześnie mogą być bardzo wysokie i sięgać 7-18% PKB (względem trendu). Z kolei koszt restrukturyzacji sektora finansowego (i złych kredytów) może wynieść 2-55% PKB (WEO, 1998).

W pierwszej części artykułu przedstawiono kwestie metodologiczne związane z definiowaniem i identyfikowaniem kryzysu walutowego. W drugiej, na tle doświadczeń z trzech kryzysów (ERM w latach 1992-1993, w Azji Wschodniej w latach 1997-1998, w Argentynie w 2001 r.), przedstawiono negatywne zjawiska zachodzące w polskiej gospodarce, mogące przyczynić się do osłabienia kursu złotego.

Co można uznać za kryzys walutowy

Tradycyjne podejście do kryzysów walutowych definiuje je jako załamanie się systemu stałego kursu walutowego, czyli (na skutek presji rynkowej) niezdolność władz (np. banku centralnego) do utrzymywania kursu zgodnie z ogłoszonym parytetem i konieczność znacznego nominalnego zdewaluowania waluty krajowej. Pierwsze problemy pojawiają się w związku z definicją słowa „znacznego” oraz określeniem, względem czego miałyby nastąpić dewaluacja. Frankel, Rose (1996) uważają, że do kryzysu wystarczy 25-procentowa nominalna dewaluacja (ale także deprecjacja) względem dolara amerykańskiego w ciągu roku, o ile była ona przynajmniej o 10 punktów procentowych większa od dewaluacji (deprecjacji) z poprzedniego roku². Milesi-Ferretti i Razin (1998) rozszerzyli tę definicję o warunek: stopa dewaluacji (deprecjacji) powinna być co najmniej dwukrotnie większa od zeszłorocznej, która wyniosła mniej niż 40%. Wyżej wymienieni badacze dopuścili analizę przypadków, gdy doszło nie tylko do dewaluacji i załamania się systemu stałego kursu walutowego, ale także gdy nastąpił spadek kursu waluty krajowej na skutek presji rynkowej w systemie płynnego kursu.

Kryteria te wykluczają jednak sytuację, gdy władze czują się odpowiedzialne za kurs walutowy i starają się go bronić za pomocą posiadanych rezerw walutowych oraz krótkookresowych stóp procentowych. W tym przypadku sukces – zahamowanie tempa spadku wartości waluty krajowej – może być okupiony innym kosztem: utratą rezerw oraz podwyżką stóp procentowych.

Eichengreen, Rose, Wyplosz (1994) skonstruowali indeks presji spekulacyjnej identyfikujący kryzys jako sytuację, w której zachodzi nie tylko dewaluacja (deprecjacja) waluty krajowej, ale także może następować spadek poziomu rezerw walutowych oraz wzrost stóp procentowych – łagodzących spadek kursu nominalnego.

$$\text{Indeks Presji Spekulacyjnej} = \% \Delta e_t + 7 [\% \Delta (i - i^*)_t] - 0,08 [\% \Delta (r - r^*)_t]$$

gdzie:

- $\% \Delta e_t$ – procentowa zmiana nominalnego kursu walutowego (względem DEM),
- $\% \Delta (i - i^*)_t$ – procentowa zmiana różnicy pomiędzy krajowymi a światowymi (niemieckimi) stopami procentowymi,
- $\% \Delta (r - r^*)_t$ – procentowa zmiana różnicy poziomów rezerw walutowych pomiędzy krajem a zagranicą (Niemcami).

Eichengreen, Rose, Wyplosz (1994) za kryzys uznali przekroczenie przez indeks wielkości równej 1,5 odchylenia standardowego. Korzystając z powyższego indeksu, zidentyfikowali 19 kryzysów w krajach należących do ERM w latach 1979-1992. Członkowie ERM, jak wiadomo, nie mieli możliwości swobodnego kształtowania kursu swoich walut (nie mogli dopuścić do nadmiernej deprecjacji – ani aprecjacji) ze względu na konieczność utrzymywania kursów wewnątrz węża walutowego jako warunku przyszłej integracji walutowej. Interwencja w tych okolicznościach była zatem koniecznością, szczególnie ze względu na występujące ataki spekulacyjne³.

Podobną analizę przeprowadzono, z pewnymi modyfikacjami, także dla Polski dla okresu styczeń 1992 r. – październik 2001 r. (Gruszczyński, 2003). Ze względu na inną zmienność parametrów zmieniono wagi składników indeksu⁴, dokonano także kilku modyfikacji (za odnośny kurs walutowy przyjęto USD, pominięto rezerwy odnośne⁵). Analizując zachowanie indeksu, można było zauważyć, że najdłuższa presja na złotego

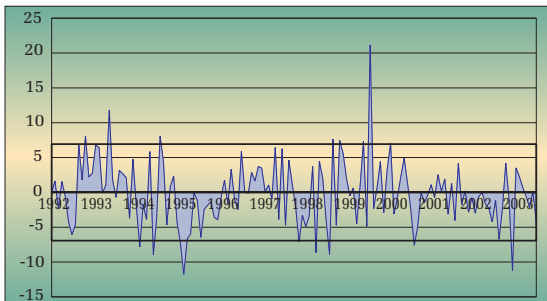
³ Istnieją jeszcze inne definicje kryzysów, będące modyfikacjami powyższych podejść lub nowymi koncepcjami – jak np. włączenie do rozważań realnych kursów walutowych (np. Esquivel, Larrain, 1998).

⁴ W przypadku Polski – dla okresu luty 1998 r. – grudzień 2003 – obliczone wagi wyniosły, dla różnicy stóp procentowych (polskich i eurodolarowych w Londynie) 0,14, dla zmiany poziomu rezerw 0,82.

⁵ W przypadku Niemiec i pozostałych krajów Europejskiego Systemu Walutowego istniało powiązanie poprzez mechanizm wspólnej polityki kursowej (kraje członkowskie mogły korzystać z rezerw innych krajów członkowskich, np. VSTFF, *Very Short Term Financing Facility*).

² Zgodnie z tą definicją, w latach 1971-1992 w 100 krajach rozwijających się wydarzyło się 117 kryzysów walutowych.

Wykres 1 Indeks presji rynkowej (m/m), w Polsce w okresie: luty 1992 r. – grudzień 2003 r.



Źródło: opracowanie własne.

– aż 13 miesięcy – utrzymywała się w okresie luty 1995 r. – maj 1996 r. – i była to presja aprecjacyjna. Dwukrotnie można było także zaobserwować presję deprecjacyjną, trwającą 7 i 6 miesięcy (od września 1992 r. do marca 1993 r. oraz w okresie od grudnia 1996 r. do maja 1997 r.).

W niniejszej pracy przedstawiono zachowanie się indeksu presji spekulacyjnej w Polsce w dłuższym okresie: od lutego 1992 r. do grudnia 2003 r. Zmodyfikowany indeks presji spekulacyjnej⁶ prezentuje się następująco:

$$IPS_{POL} = \% \Delta e (PLN/USD)_t + 0,15 [\% \Delta(i - i^*)_t] - 0,59 [\% \Delta r_t] \quad (1)$$

Wartości dodatnie oznaczają rynkową presję deprecjacyjną (deprecjacja złotego, spadek poziomu rezerw, wzrost różnicy stóp procentowych), wartości ujemne – rynkową presję aprecjacyjną (aprecjacja złotego, wzrost poziomu rezerw, spadek różnicy stóp procentowych).

Gdyby zastosować kryteria Eichengreena, Rose'a i Wyplosza (1994), to można stwierdzić w tym okresie co najmniej trzy duże ataki spekulacyjne (lub kryzysy walutowe): w marcu 1992 r., czerwcu 1993 r. oraz – największy – w listopadzie 1999 r. (a także kilka mniejszych wahań, np. pod koniec 1998 r.). Kryzys ten byłby także identyfikowany za pomocą innych metod, ponieważ stopa rocznej deprecjacji wyniosła około 32%⁷. W listopadzie 1999 r. rezerwy walutowe spadły o 400 mln USD (z 27,5 do 27,1 mld USD), stopy rynku pieniężnego wzrosły z 11% do 16%, kurs USD/PLN

⁶ W przypadku Polski w okresach gwałtownego napływu kapitału (wpływów z oferty prywatyzacyjnej dla inwestorów zagranicznych) należałoby raczej mówić o presji rynkowej.

⁷ Warto dodać, że w kwietniu 1995 r. nastąpiła wyjątkowo silna presja aprecjacyjna (wartość indeksu przekroczyła minus dwa odchylenia standardowe). Wtedy, przy niezmiennym kursie złotego, nastąpił znaczny wzrost rezerw walutowych (z 7,4 mld USD do 8,9 mld USD) oraz niewielki spadek stóp procentowych (z 27,6% do 26,4%). Presja ta utrzymywała się jeszcze przez kilka miesięcy, a rezerwy przekroczyły 17 mld USD. Nie należy oczywiście łączyć tej presji ze spekulantami walutowymi. Presja na złotego była związana głównie z napływem inwestycji bezpośrednich (także w wyniku oferty prywatyzacyjnej dla inwestorów zagranicznych). O ile inwestycje bezpośrednie w 1995 r. wyniosły 2,5 mld USD, o tyle w 1996 r. już 7,2 mld USD.

z 4,11 do ponad 4,30. Niektórzy badacze uważają, że przyczyną zawirowań na rynku były „publiczne wystąpienia [ministra J. Kropiwnickiego – ówczesnego szefa Rządowego Centrum Studiów Strategicznych] dezawuuujące politykę L. Balcerowicza (ówczesnego ministra finansów) i ostrzegające przed możliwością wybuchu kryzysu” (Dudek 2002, s. 474)⁸.

Można także zauważyć wystąpienie dwóch „kryzysów *au rebours*”, kiedy złoty zyskał w nadzwyczajnym stopniu w porównaniu z dolarem, czemu towarzyszyło nagromadzenie się rezerw walutowych i spadek różnicy stóp procentowych – w grudniu 2000 r. (być może korzystny efekt rozliczeń prywatyzacyjnych, m.in. TP SA) oraz w maju 2003 r. (zapewne częściowy efekt osłabienia USD na rynkach międzynarodowych po rozpoczęciu działań wojennych w Iraku).

Podsumowując, można zauważyć, że z dotychczasowych zawirowań gospodarka polska wychodziła obronną ręką. Ich przyczyną nie były zjawiska fundamentalne, a raczej oczekiwania inwestorów i ich percepcja wypowiedzi polityków (nawet w większym stopniu niż ekonomistów). Ze względu na wysokie tempo wzrostu gospodarczego oraz napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich (w tym związanych z prywatyzacją) sytuacja na rynku była raczej stabilna, a w pierwszej kolejności obserwowano raczej presję aprecjacyjną.

W dalszej części pracy przedstawiono doświadczenia zagraniczne związane z kryzysami walutowymi, ze szczególnym uwzględnieniem zjawisk, których analogie występują lub mogą wystąpić w Polsce. Ostatnie kilkanaście lat obfitowało w kryzysy walutowe dotyczące różnych gospodarek, wysoko rozwiniętych i rozwijających się, o zliberalizowanych obrotach kapitałowych, ale też przepływach podlegających kontroli i ograniczeniom, krajów o rozwiniętych rynkach finansowych i dość ograniczonej płynności i ofercie instrumentów.

Kryzysy te miały różne przyczyny i przebieg. Niekiedy można wyróżnić wspólne elementy, jednak należy mieć świadomość, że ewentualne przyszłe kryzysy mogą być niepodobne do przeszłych, chociaż mogą zawierać ich niektóre elementy. Równie ostrożnie należy podchodzić do pojawiających się analiz ekonometrycznych.

Wybrane kryzysy walutowe a sytuacja Polski

Przystępując do Unii Europejskiej władze Rzeczypospolitej Polskiej planują zarazem przystąpienie do Unii Gospodarczej i Walutowej. Wprowadzenie euro niesie ze sobą poważne konsekwencje dla gospodarki. Pierw-

⁸ Podobnie rynek zareagował w połowie 2001 r. na wypowiedzi L. Millera (Czarny piątek złotego, „Rzeczpospolita” z 7 lipca 2001 r.), czy na plotki o dymisji ministra finansów G. Kołodki (Złoty podatny na plotki, „Gazeta Wyborcza” z 22 stycznia 2003 r.). Zasadniczo polski rynek walutowy ostro reaguje na wszelkie plotki (np. na temat rozpoczęcia skupu walut przez rząd), a nawet na całkowicie błędne informacje (patrz np. Złoty osłabił po błędnej informacji, „Rzeczpospolita” z 8-9 grudnia 2001 r.).

szą z nich jest zniknięcie jednego z mechanizmów (narzędzi) absorpcji wstrząsów zewnętrznych (a w szczególności szoków asymetrycznych). Cała potencjalna presja będzie musiała być zatem amortyzowana przez mobilność czynników produkcji (np. pracy) i elastyczność wynagrodzeń oraz politykę fiskalną (tzw. automatyczne stabilizatory). Skuteczność działania obu tych mechanizmów w Polsce jest wysoce dyskusyjna, przy małej mobilności budżetu o wysokim deficycie strukturalnym i np. dużej regulacji rynku pracy. Oznacza to, że w celu uniknięcia konsekwencji zakłóceń zewnętrznych konieczne będą zmiany na rynkach czynników produkcji oraz strony wydatkowej budżetu. Istotną kwestią pozostaje także synchronizacja cykli koniunkturalnych (która po wejściu Polski do Unii powinna się poprawić dzięki dalszej integracji ekonomicznej oraz zwiększeniu wymiany handlowej z krajami UE). Ponieważ i obecnie państwa te (głównie Niemcy) są głównymi partnerami Polski, zatem prawdopodobieństwo, że polityka EBC będzie niewłaściwa dla Polski, jest niskie.

W bliskiej perspektywie (2007-2010) planowane jest przyjęcie euro i przystąpienie do unii walutowej. Korzyści z tego posunięcia są następujące:

- eliminacja kosztów transakcyjnych, porównywalność cen i zwiększona konkurencja,
- eliminacja ryzyka kursowego,
- spadek kosztu kapitału do wielkości występującej w UE, powiększonej o premię za ryzyko,
- zwiększenie wiarygodności polityki makroekonomicznej,
- integracja rynków finansowych (poprawa właściwości funkcji informacyjnej rynków aktywów),
- łatwiejszy i tańszy dostęp do kapitału i lepsze możliwości jego alokacji⁹,
- poprawa ratingu międzynarodowego obszaru, na którym funkcjonuje przedsiębiorstwo (z BBB+ na AAA),
- spadek ryzyka wystąpienia destabilizujących gospodarkę spekulacyjnych przepływów kapitałowych.

Kosztom przyjęcia euro jest utrata autonomii polityki monetarnej, jednak uważa się, że korzyści zdecydowanie go przewyższają (NBP, 2004). Rachunek kosztów i zysków, a także bieżąca sytuacja ekonomiczna Polski są znane również uczestnikom rynku, którzy na tej podstawie mogą podejmować decyzje inwestycyjne w okresie pomiędzy wstąpieniem do Unii Europejskiej (a w szczególności pobytem w ERM II) a przyjęciem euro.

Kryzys Europejskiego Systemu Monetarne (1992-1993) dotknął kraje mające wówczas nieporównywalnie lepszą kondycję ekonomiczną i polityczną niż Polska A.D. 2004 i mogące korzystać z europejskich

linii kredytowych, o dużo wyższej wiarygodności międzynarodowej. Kilka lat wcześniej państwa te całkowicie zliberalizowały obroty kapitałowe. Udział w spekulacji nie był ograniczony; ponadto uczestnicy rynku mogli korzystać z najbardziej rozwiniętych instrumentów umożliwiających zajmowanie dużych pozycji przy minimalnym udziale własnym.

Kryzys ten pokazał, że w przypadku pełnej liberalizacji obrotów kapitałowych należy oczekiwać zmniejszenia się skuteczności interwencji podejmowanych w celu stabilizacji kursu walutowego.

Dzięki rozwiniętym rynkom finansowym i użyciu transakcji pochodnych uczestnicy rynku walutowego, oczekując nagłych skoków kursów walut i stóp procentowych, mogli zaangażować tak znaczne fundusze, że interwencje banków centralnych, mimo zaangażowania znacznych rezerw oraz linii kredytowych, okazały się nieskuteczne. Transakcje pochodne umożliwiały generowanie znacznych zysków już w przypadku niewielkich wahań stóp procentowych i kursów walutowych. W związku z tym, że dostęp do rynków finansowych nie podlegał ograniczeniom, duża mogła być także liczba podmiotów biorących udział w spekulacji. Podczas tego kryzysu po raz pierwszy na skalę masową zostały wykorzystane nowoczesne metody spekulacji.

Czynnikiem ułatwiającym spekulację i przyczyniającym się do niej było polityczne zobowiązanie się krajów członkowskich, planujących przystąpienie do Unii Walutowej, do kontrolowania kursów walut narodowych. Polityczne zobowiązanie osłabiane było jednak bieżącą sytuacją ekonomiczną oraz polityką wewnętrzną.

Warunkiem stabilności systemu kursów walutowych (ERM) była konwergencja gospodarek narodowych. Jednakże do 1992 r. tylko kilka krajów spełniało wszystkie kryteria uzgodnione w Maastricht. W związku z brakiem **konwergencji stóp inflacji, deficytu budżetowego do PKB oraz długu publicznego do PKB** na rynku walutowym pojawiły się oczekiwania, że w dłuższym okresie kursy niektórych walut mogą być nie do utrzymania wewnątrz wąskiego (+/-2,25%) lub szerokiego (+/-6%) pasma wahań.

Warto jednak zauważyć, że wprowadzenie euro było rozważane nawet wtedy, gdy nie wszystkie kraje członkowskie wypełniały ustanowione kryteria. Także zakłócenia w latach 1992-1993 nie spowodowały zawieszenia planów integracji monetarnej. Niektórym krajom udało się osiągnąć zbliżone do pożądaných parametry ekonomiczne dopiero w kilka lat po kryzysie, niektóre mają problemy z ich zachowaniem nawet obecnie. Trzeba jednak podkreślić, że wprowadzenie euro jest niespotykanym dotychczas eksperymentem – wprowadzenia unii walutowej przy istnieniu odrębnej polityki fiskalnej. Pewne niedopasowania są zatem zrozumiałe i do zaakceptowania.

W związku z przygotowaniem do utworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej i wprowadzenia wspólnej

⁹ Przytaczany jest także jeszcze jeden, nieco dziwny, argument, a mianowicie łatwiejsze plasowanie emisji obligacji o niższym ratingu.

Tabela 1 Wybrane kryteria Maastricht a ich realizacja w latach 1991-1997 (w %)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Deficyt budżetowy/PKB							
Hiszpania	4,5	4,1	7,0	6,3	7,1	5,0	3,2
Portugalia	6,0	3,0	6,1	6,0	5,7	3,8	2,7
Szwecja	1,1	7,5	13,4	10,4	9,2	3,1	...
Wielka Brytania	2,6	6,1	7,9	6,5	4,2	4,4	...
Włochy	10,1	9,6	9,5	9,2	7,8	7,1	2,7
Dług publiczny/PKB							
Hiszpania	45,5	48,0	60,0	62,6	64,2	68,0	66,7
Portugalia	67,3	60,1	63,1	63,8	65,9	63,6	59,1
Szwecja	53,7	69,8	74,6	79,4	84,5	76,0	...
Wielka Brytania	35,5	41,4	47,4	51,6	53,4	52,3	...
Włochy	101,5	108,7	119,1	124,9	125,3	122,1	120,1

Źródło: IMF IFS. (2003).

waluty euro oraz przy istniejącym paśmie kursowym, ograniczającym zmienność kursów nominalnych walut ERM, inwestorzy uznali, że ryzyko związane z nabywaniem aktywów denominowanych w „słabych” walutach jest niewielkie¹⁰. Na początku 1992 r. słabe waluty (peseta hiszpańska, lir włoski i escudo portugalskie) miały stabilną pozycję w ERM, powodowaną wysokim oprocentowaniem i gwarancją zamiany ich na wspólną walutę, po wprowadzeniu euro – zgodnie z planem – w 1996 r. Z drugiej strony oczekiwano, tak jak obecnie w Polsce, pojawienia się korzyści ekonomicznych (jednorazowych i długofalowych) związanych z wprowadzeniem euro.

W efekcie wystąpiło zjawisko „**nadmiernej wiarygodności**” (*overconfidence*), nadmiernego umocnienia tych walut (WEO, 1993). Różnice między stopami procentowymi, niewielkie ryzyko krajowe oraz dobre perspektywy ekonomiczne spowodowały wzrost napływu kapitału na rynki europejskie, a w szczególności na rynek włoski, angielski, hiszpański, portugalski i szwedzki. Do 1992 r. szczególnym zainteresowaniem inwestorów cieszyły się włoskie, hiszpańskie i portugalskie papiery wartościowe (WEO, 1993). Rachunek ekonomiczny kosztów i zagrożeń związanych z przystąpieniem tych krajów do unii monetarnej był znany inwestorom, tak jak obecnie w przypadku Polski.

Strategia działań inwestorów polegała na zaciąganiu kredytu w DEM lub USD i lokowaniu pozyskanych środków na rynkach ITL, ESP, GBP, SEK i PTE. Pozycję tę można było przyjąć na rynku bazowym (kupując te papiery) lub na szybko rozwijających się rynkach *futures* na instrumenty dłużne lub swapów procentowych czy walutowych.

¹⁰ Różnice pomiędzy oprocentowaniem aktywów denominowanych w DEM oraz w pesetach hiszpańskich i włoskich lirach wynosiły pod koniec lat osiemdziesiątych 6-8%. Na początku dekady nadal utrzymywały się duże różnice pomiędzy niemieckimi stopami procentowymi a włoskimi (krótko- i długoterminowymi – około 4%), hiszpańskimi (odpowiednio około 2% i 4%) czy portugalskimi (odpowiednio około 6% i 10%).

Na początku lat dziewięćdziesiątych zanotowano kilkukrotny wzrost napływu kapitału do Włoch, Hiszpanii i Portugalii, co wiązało się ze zliberalizowaniem obrotów kapitałowych w tych krajach, a także dobrymi perspektywami gospodarczymi. Jednak od początku 1992 r. zaczęła zmieniać się struktura tego napływu, zwiększył się udział kapitału krótkoterminowego – zaczęła spadać wiarygodność kredytowa tych krajów. Po referendum w Danii i Norwegii, przy złych prognozach ekonomicznych i braku postępów konwergencji ekonomicznej perspektywa wprowadzenia euro zaczęła się oddalać. Można było także zaobserwować zmniejszanie się odpływu kapitału z Niemiec, a nawet napływ krótkoterminowego. Oznaczało to, że inwestorzy ponownie zaczęli doceniać bezpieczeństwo rynku niemieckiego.

Podczas tego kryzysu można było obserwować poczynania banków centralnych, próbujących dokonywać **interwencji w celu stabilizacji kursów walutowych**. Władze centralne działały aktywnie na rynku bieżącym i terminowym, podwyższyły krótkoterminowe stopy procentowe¹¹, wprowadzały ograniczenia obrotów kapitałowych. W celu obrony kursów banki sięgnęły także po znaczne rezerwy, w tym z funduszy unijnych, oraz po pożyczki z banków komercyjnych¹². Kryzys ten pokazał, że niemożliwe jest długotrwałe opieranie się presji rynkowej – w szczególności gdy uczestnicy rynku działają razem (choć w sposób nie zorganizowany), tworząc popyt na rezerwy (kreowany w dużym stopniu poprzez zastosowanie instrumentów pochodnych) zdecydowanie przewyższający ich podaż (a nawet zasób w reżach władz).

Dotychczas ryzyko wystąpienia w Polsce kryzysu porównywalnego z kryzysem ERM było niewielkie. Przedział wahań kursu wyznaczany przez NBP był stopniowo poszerzany aż do całkowitego uwolnienia kursu w kwietniu 2000 r. Także możliwości spekulacji były początkowo ograniczone. Jednak w ostatnich latach poprawiły się płynność rynku

¹¹ Bank Szwecji podnosił stopy pożyczkowe kilkakrotnie, do 24% (8 września 1992 r.); dwa dni później do 75%. 16 września zdecydowano się na podniesienie jednodniowych stóp procentowych do 500% p. a. Po kilku dniach, gdy stwierdzono nieskuteczność obrony, zredukowano je do 50%. Mimo tak zaciętej obrony korona została upłynniona, a bank zrezygnował z polityki sztywnego kursu wobec ECU. **Bank Norwegii** podniósł 23 listopada 1992 r. stopę *overnight* do 25%. **Bank Irlandii** starał się zahamować spadek kursu funta podwyższając 18 września 1992 r. stopy procentowe *overnight* do 300%. W listopadzie ponownie sięgnięto po ten instrument interwencji – zwiększając oprocentowanie do 100% i jednocześnie zaciągając pożyczki w innych bankach centralnych.

¹² Bank Włoch korzystał zarówno z rezerw, które zmniejszyły się w okresie od stycznia do sierpnia 1992 r. o połowę (z 40 do 20 mld USD), jak i kredytu krótkookresowego VSTFF (*Very Short Term Financing Facility*) udzielonego przez Bundesbank. Strategia obrony Banku Anglii opierała się głównie na kredycie VSTFF pozyskanym z Bundesbanku, ale na początku września 1992 r. bank ten zaciągnął także kredyty w bankach komercyjnych na sumę około 5 mld ECU. W okresie wrzesień – grudzień 1992 r. Bank Szwecji skorzystał z ponad 16 mld USD kredytu z banków komercyjnych.

i oferta instrumentów finansowych. Gwałtowny rozwój nastąpił zwłaszcza na rynku swapów¹³.

Za szczególnie wrażliwy należy uznać okres pomiędzy wejściem Polski do ERM II a przyjęciem euro. Konieczna będzie realizacja wszystkich kryteriów zbieżności przy prawie sztywnym kursie walutowym. Warunkiem uniknięcia poważnego wstrząsu będzie:

1. **Odpowiednia koordynacja polityki fiskalnej z monetarną.** Ograniczenie inflacji wymagać będzie, nawet w krótkim okresie, restrykcyjnej polityki fiskalnej i pieniężnej.

2. **Właściwe ustalenie parytetu centralnego EUR/PLN.** W przypadku kursu zbyt słabego zagrożona może być wiarygodność utrzymania niskiej inflacji (w wyniku presji inflacyjnej). W przypadku kursu ustalonego na zbyt wysokim poziomie – może nastąpić pogorszenie konkurencyjności międzynarodowej, a za tym pogorszenie bilansu handlowego. Oba te błędy mogą być przyczyną spekulacji walutowych.

Okres ten może zatem obfitować w spekulacje walutowe zwiększające wahania parametrów ekonomicznych (kursu walutowego, ale także stóp procentowych).

Do czasu przyjęcia euro polskie władze będą zobowiązane do utrzymywania kursu złotego wewnątrz wyznaczonego pasma wahań (wydaje się, że będzie to nie szerokie pasmo +/-15%, a raczej +/-2,25%) przez dwa lata (możliwe, że uda się wynegocjować skrócenie tego okresu). Szerokie pasmo powinno amortyzować wszystkie przypadkowe zakłócenia bez większych problemów. Jednak po przystąpieniu do UE, a w szczególności po wejściu do systemu ERM II, można oczekiwać – tak jak to było w przypadku Włoch, Portugalii i Hiszpanii – wystąpienia zjawiska „nadmiernej wiarygodności” złotego. Presji aprecjacyjnej mogłaby sprzyjać istotna różnica (odzwierciedlająca różnice w percepcji ryzyka) pomiędzy polskimi a europejskimi stopami procentowymi, a także konieczność stabilizacji deficytu budżetu. Za krytyczne wydarzenia można uznać ewentualne odroczenie momentu przystąpienia do ERM II lub opóźnienie przyjęcia euro w przypadku obecności Polski w ERM II. Polską racją stanu, ze względu na potencjalne korzyści, ale także wysokie zadłużenie zagraniczne, jest jak najszybsze przyjęcie euro – o czym wiedzą również międzynarodowi inwestorzy.

Kolejnym ważnym wydarzeniem w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych był kryzys, który dotknął **kraje Azji Wschodniej (1997-1998), m.in. Indonezję i Koreę Południową.** Były to kraje, które wprawdzie w znacznym stopniu zliberalizowały obroty kapitałowe, jednak utrzymywały pewne istotne ograniczenia. Restrykcje te dotyczyły głównie napływu kapitału. Nie uchroniły one tych państw przed kryzysem walutowym oraz poważnymi zakłóceniami ekonomicznymi i politycznymi.

¹³ Należy także zauważyć, że większość obrotów PLN odbywa się w Londynie, a głównymi uczestnikami na rynku złotego są zachodnie banki inwestycyjne.

Kryzys ten jest szczególnie ważny ze względu na dwa zjawiska, których negatywne konsekwencje wystąpiły szczególnie ostro. Za główną przyczynę kryzysów, wspólną dla obu wymienionych wyżej krajów, można uznać błędny mechanizm alokacji kredytów pozyskiwanych za granicą. Kraje te, znajdujące się w kilkuletniej fazie ekspansji gospodarczej, finansowały wzrost kredytami zagranicznymi. Uzależnieniu od finansowania zewnętrznego sprzyjała polityka władz – rzeczywistego lub domniemanego kontrolowania kursu. Drugim problemem była wiarygodność informacji na temat wielkości rzeczywistego zadłużenia zagranicznego, jego struktury, wymagalności.

W przypadku **Indonezji** dzięki znacznej różnicy pomiędzy krajowymi a zagranicznymi stopami procentowymi rozwinął się system niebankowych pośredników finansowych. Boom gospodarczy i napływ kapitału zagranicznego zezwalały na stałe **zwiększanie akcji kredytowej**. Od początku dekady wielkość kredytów rosła w tempie około 20% rocznie. Nawet w 1997 r., mimo kryzysu, wzrost ten osiągnął 46%¹⁴. Tak duże tempo wzrostu akcji kredytowej niesło ze sobą ryzyko udzielania nietrafionych pożyczek¹⁵. Co więcej, polityczna presja na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego doprowadziła do tego, że przedsiębiorstwa prywatne działały tak, jakby miały gwarancje publiczne. Niektóre z tych przedsięwzięć były prowadzone pod nadzorem władz, bezpośrednio subsydiowane lub wspierane polityką bezpośredniego kredytowania wybranych przedsiębiorstw i gałęzi przemysłu (Corsetti, Pesenti, Roubini, 1998a). Bardzo wyraźnie uwypukliły się tu negatywne aspekty **gospodarki kontrolowanej przez państwo**.

Zarówno wielkość zadłużenia netto (około 100 mld USD), jak i jego relacja do PKB (około 60% PKB) nie dawały początkowo podstaw do niepokoju. Kraje regionu – Filipiny, Malezja, Tajlandia – były zadłużone w podobnym stopniu. Jednak Indonezja różniła się od innych państw tym, że obsługa długu przekraczała

Tabela 2. Kredyty sektora prywatnego (stopa wzrostu i relacja do PKB) w latach 1990-1997

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Kredyty dla sektora prywatnego (wzrost %)								
Korea Płd. ...	20,78	12,55	12,94	20,08	15,45	20,01	21,05	
Indonezja ...	17,82	12,29	25,48	22,97	22,57	21,45	46,42	
Kredyty dla sektora prywatnego (% PKB)								
Korea Płd.	52,54	52,81	53,34	54,21	56,84	57,04	61,81	69,79
Indonezja	49,67	50,32	49,45	48,90	51,88	53,48	55,42	69,23

Źródło: Corsetti, Pesenti, Roubini (1998a).

¹⁴ Udzielone kredyty były równe w przybliżeniu połowie PKB.

¹⁵ Problem ten był jednak zauważany przez władze, które utworzyły specjalną instytucję (COLT – *Commercial Offshore Loan Team*), mającą za zadanie monitorowanie i kontrolowanie zaciągania kredytów za granicą, a także udzielania pożyczek w walutach obcych na rynku krajowym. Banki i instytucje finansowe musiały ubiegać się o zezwolenie na zaciągnięcie kredytu większego niż 20 mln USD o okresie zapadalności dłuższym niż 1 rok.

Tabela 3 *Zadłużenie zagraniczne Korei i Indonezji wg BIS (w mld USD)*

	1993	1994	1995	1996	1997	I kwartał 1997	II kwartał 1997	IV kwartał 1997
Korea Południowa								
Zobowiązania zagraniczne	45,22	60,97	83,26	109,15	103,78	113,42	118,25	104,71
Aktywa zagraniczne	15,20	20,54	25,10	29,07	41,28	33,04	35,87	41,79
Zobowiązania netto	30,02	40,43	58,16	80,08	62,50	80,39	82,38	62,92
Indonezja								
Zobowiązania zagraniczne	37,20	41,62	48,93	57,85	62,76	59,65	62,44	63,58
Aktywa zagraniczne	12,58	10,39	11,48	13,64	11,55	12,75	11,20	11,92
Zobowiązania netto	24,63	31,23	37,45	44,21	51,21	46,91	51,24	51,66

Źródło: *Global Development Finance, OECD, External Debt Statistics.*

równowartość 30% eksportu. Z drugiej strony sytuacja ta utrzymywała się od początku dekady i mimo niepokojących perspektyw długookresowych zagraniczne instytucje finansowe chętnie kredytowały przedsiębiorstwa i banki indonezyjskie. Dopóki rosła stopa wzrostu gospodarczego Indonezji, zagraniczni inwestorzy skłonni byli udzielać nowych kredytów przedsiębiorstwom i instytucjom finansowym oraz rolować stare.

Szczególne niebezpieczeństwo dla stabilności bilansu płatniczego stwarzało **narastanie krótkookresowego zadłużenia**¹⁶. Problemem była nie tylko wielkość długu zagranicznego, ale i jego obsługa (spłata rat i odsetek) w relacji do istniejących rezerw. W latach 1995-1996 suma krótkookresowego zadłużenia wraz z odsetkami była trzykrotnie większa od rezerw walutowych. W tej sytuacji spowolnienie tempa wzrostu lub inne niepomyślnie informacje mogły zniechęcić zagraniczne instytucje do rolowania długu krótkoterminowego. Skutkiem tego mógł być gwałtowny wzrost popytu na rezerwy walutowe i załamanie się kursu oficjalnego.

24 grudnia 1996 r. zadłużenie zagraniczne Indonezji wynosiło według rządu 117 mld USD, a według innych źródeł aż 200 mld USD. Różnica ta była spowodowana niedoszacowywaniem przez COLT ogólnego zadłużenia, ponieważ nie wliczano w nie małych i krótkoterminowych pożyczek (Corsetti, Pesenti, Roubini, (1998a)). Ujawnienie rzeczywistych informacji przyczyniło się do powstania paniki na rynkach finansowych i gwałtownej ucieczki od rupii.

Władze koreańskie, w przeciwieństwie do indonezyjskich, **preferowały aktywność banków** na rynku walutowym. Było to, jak się wydawało, rozsądne posunięcie, gdyż zmniejszało możliwość rozproszenia długu oraz utraty kontroli nad ryzykiem i ogólnymi rozmiarami zadłużenia, jak stało się w Indonezji. Dzięki temu można było także negocjować niższe marże w instytucjach finansowych za granicą. Ponadto przypuszczano, że banki powinny mieć wystarczające przygotowanie do zarządzania środkami finansowymi i ryzykiem, oraz

lepsze rozeznanie co do kondycji finansowej i perspektyw przedsiębiorstw. Kredyty mogłyby być zatem udzielane racjonalniej¹⁷. Z tej sytuacji zadowoleni byli także inwestorzy zagraniczni, ponieważ z ich perspektywy banki były bardziej wiarygodnym partnerem (Corsetti, Pesenti, Roubini, 1998b). W rezultacie polityki władz zobowiązania banków stanowiły prawie 80% ogólnych zobowiązań zagranicznych. Na koniec 1996 r. zobowiązania zagraniczne Korei Południowej wynosiły około 100 mld USD, z czego 2/3 stanowiły kredyty o zapadalności do jednego roku. Zasoby rezerw walutowych w tym samym czasie były równe 34 mld USD. Oznaczało to, że zobowiązania krótkookresowe przekroczyły dwukrotnie ich wartość (wraz z obsługą długu relacja ta wzrosła do 243%).

Jednak także w Korei wystąpiły w podobnym nasileniu problemy z **racjonalnością alokacji kredytów zagranicznych**. Pomerleano (1998) zauważył, że przedsiębiorstwa, nawet nie mając oficjalnych gwarancji państwowych, często nie zwracały uwagi na koszty i ryzykowość projektów inwestycyjnych. Projekty były często planowane zbyt optymistycznie, przy założeniu wzrostu zarówno popytu wewnętrznego, jak i zewnętrznego. W 1996 r. 20 z 30 największych konglomeratów Korei Południowej wykazało stopę zysku niższą od kosztu kapitału. Siedem z nich mogło być uznane za bankrutów. Za główną przyczynę błędnej alokacji uważa się ściśle związki pomiędzy sektorem finansowym, dużymi przedsiębiorstwami a partiami politycznymi, czemu sprzyjała słaba regulacja instytucji finansowych i, jak się później okazało, wadliwy nadzór bankowy.

Zachętą dla instytucji finansowych do pośredniczenia w międzynarodowym transferze środków finansowych było **kontrolowanie kursu walutowego** przez władze. Instytucje te traktowały zobowiązanie rządu jako swoistą gwarancję kursową. Stiglitz (1998) twierdzi, że przyczyną zaciągania nadmiernej ilości kredytów zagranicznych przez banki była pewność otrzymania w ostateczności pomocy ze strony Banku Korei lub MFW.

¹⁶ Od początku dekady dług krótkookresowy stanowił około 150-180% rezerw walutowych.

¹⁷ W 1996 r. udział złych kredytów wynosił około 8% mniej niż w Indonezji i Tajlandii.

Tabela 4 Charakterystyki zadłużenia zagranicznego Korei Południowej w latach 1990-1996 (w %)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
	IFS IMF i Bank Światowy				OECD		
Dług zagraniczny/PKB	13,79	13,51	14,34	14,18	14,32	23,80	28,40
Dług krótkoterminowy /dług zagraniczny	30,87	28,19	26,99	25,85	25,47	51,60	50,20
Dług krótkoterminowy /rezerwy	72,13	81,75	69,62	60,31	54,06	171,45	203,23
Dług krótkoterminowy + obsługa/rezerwy	127,43	125,90	110,35	105,66	84,90	204,93	243,31

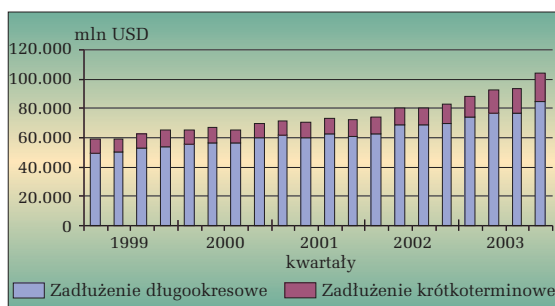
Źródło: Global Development Finance, OECD, External Debt Statistics.

Tabela 5 Charakterystyki długu krótkoterminowego Polski (w %)

	1999	2000	2001	2002	II kwartał 2003	IV kwartał 2003
Dług krótkoterminowy/dług zagraniczny	17,16	13,75	15,47	16,25	17,35	18,20
Dług krótkoterminowy/rezerwy	41,06	34,77	41,93	44,39	49,64	55,61

Źródło: NBP.

Wykres 2 Długookresowe i krótkookresowe zadłużenie Polski



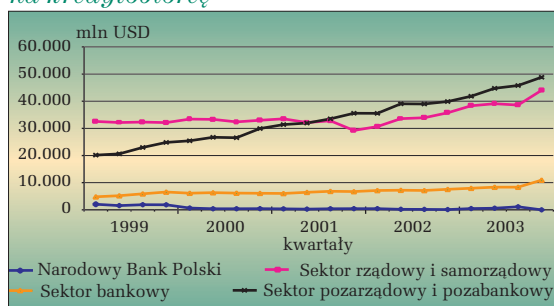
Źródło: NBP.

Także w Korei wystąpiły problemy z jawnością i dostępnością danych na temat statystyki międzynarodowej. Dopiero w grudniu 1997 r. ujawnione zostały **dane dotyczące zadłużenia Korei**. 30 czerwca 1997 r. wynosiło ono 163,5 mld USD, z czego 63% stanowiło zadłużenie krótkoterminowe. Do 20 grudnia wprawdzie zmniejszyło się do 153 mld USD, z 53% udziałem kredytów krótkookresowych, jednak rezerwy Banku Korei wynosiły już tylko 6 mld USD¹⁸. Inwestorzy międzynarodowi, uznając, że władze Korei w zasadzie nie posiadają już rezerw walutowych, odmówili rolowania jakichkolwiek zobowiązań (MFW, 2000). 16 grudnia 1997 r. władze upłynniły wona oraz zrezygnowały z utrzymywania pasma kursowego

Corsetti, Pesenti i Roubini (1998a) uważają, że po wybuchu kryzysu gwałtowne reakcje uczestników rynku i zachowania stadne mogły spowodować spadek kursów walut, cen aktywów i aktywności gospodarczej, większy, niż wynikałoby to z początkowych słabości ekonomicznej tych krajów. Z drugiej strony należy się zastanowić, czy nadmierna reakcja inwesto-

¹⁸ Banki komercyjne zgłaszały popyt na 28 mld USD w celu regulacji zobowiązań, których zapadalność wynosiła mniej niż 3 miesiące.

Wykres 3 Zadłużenie Polski ze względu na kredytobiorcę



Źródło: NBP.

rów nie była częściowo powodowana nagłym ujawnieniem rzeczywistych danych, daleko gorszych niż dotychczas dostępne. Kwestią dyskusyjną jest, jak zawsze, celowość ukrywania informacji na temat rzeczywistego stanu gospodarki oraz prawdy o zadłużeniu zagranicznym.

Wielkość, struktura i zapadalność polskiego długu zagranicznego nie wydają się zadowalające. Wielkość długu w szybkim tempie przekroczyła 100 mld USD¹⁹. W II kwartale 2003 r. relacja długu krótkoterminowego do długu ogółem wzrosła do 17,4%. Powoli pogarsza się także relacja długu krótkoterminowego do rezerw, przekraczając 50%.

W 2001 r. zmienił się główny biorca kredytów zagranicznych. Do 2000 r. był to sektor rządowy i samorządowy (czyli w praktyce rząd). Został on zastąpiony przez sektor pozarządowy i pozabankowy (głównie przedsiębiorstwa). W 2002 r. nastąpiła jednak nieko-

¹⁹ Należy zaznaczyć, że częściowo odpowiedzialny jest za to wzrost kursu EUR/USD na rynkach międzynarodowych, przez co dług euro w mierzony w USD jest nieco większy. Dług mierzony w euro nie zwiększył się, a nawet lekko spadł. Podawanie wielkości zadłużenia w różnych walutach jest sensowne w przypadku aktywnego zarządzania nim, np. przez ostatnie pół roku wydawało się korzystne likwidowanie zobowiązań w USD.

Tabela 6 Harmonogram płatności kapitałowych i odsetkowych długoterminowego zadłużenia zagranicznego Polski (w mln EUR)

	2004	2005	2006	2007	2008	Dalsze lata
Ogółem	12.275	9.949	12.446	6.790	9.484	28.336
w tym:						
sektor rządowy i samorządowy	4.492	4.686	5.497	4.377	6.075	16.274
sektor pozarządowy i pozabankowy	6.989	4.203	5.772	2.298	2.754	11.456

Źródło: NBP.

Tabela 7 Należności zagrożone w całości akcji kredytowej w latach 1997-1999 (w %)

	1996	1997	1998
Filipiny	14,0	5,5	7,0
Indonezja	13,0	11,0	20,0
Korea Płd.	8,0	16,0	22,5
Malezja	10,0	7,5	15,0
Tajlandia	13,0	15,0	25,0

Źródło: Corsetti, Pesenti, Roubini (1998a).

rzystna zmiana trendu – gwałtownie wzrosło tempo zadłużania się sektora rządowego, które przewyższyło tempo wzrostu zadłużenia sektora przedsiębiorstw.

Inną, nie mniej istotną kwestią jest harmonogram płatności kapitałowych i odsetkowych. Zgodnie z danymi NBP (podawanymi w euro), w najbliższych latach spłaty te będą wynosić 6-11 mld EUR, z czego sektor rządowy powinien spłacać około 4-6 mld EUR rocznie. Na dalsze lata (2009 i później) przypadać będzie jeszcze około 28 mld EUR. Oznacza to, że z tego punktu widzenia nie powinno być większych niespodzianek, a władze postanowiły nie utajniać danych na temat międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski, jak miało to miejsce w Korei Płd. lub Indonezji.

Niepokój uczestników rynków krajów Azji Wschodniej budziła kondycja sektorów finansowych, narażonych na presję polityczną. Finansowanie przedsiębiorstw powiązanych lub dużych korporacji państwowych prowadziło do pogarszania się jakości portfela kredytowego banków. Podczas wzrostu gospodarczego problem ten nie był zbyt uciążliwy. W okresie spowolnienia gospodarczego oraz wzrostu stóp procentowych zaczynają jednak występować, znane w ekonomii, dwa zjawiska (Stiglitz, Weiss, 1981):

- negatywna selekcja ryzyka²⁰,
- efekt bodźcowy²¹.

Co ciekawe, zaobserwowano także zjawisko, że problem złych długów zaczyna narastać po kryzysie. Może się zatem okazać, iż problemy sektora bankowe-

²⁰ Im wyższe są stopy procentowe, tym większy odsetek wśród kredytobiorców zaczynają stanowić podmioty o wysokim poziomie ryzyka. Przedsiębiorcy potrzebujący kapitału na działalność inwestycyjną i produkcyjną rezygnują z wysoko oprocentowanych kredytów. W rezultacie, w miarę zbliżania się oczekiwanego kryzysu, będą one zaciągane jedynie przez spekulantów lub przedsiębiorców znajdujących się w krytycznej sytuacji finansowej.

²¹ Kredytobiorcy, którzy już otrzymali kredyt, mogą dążyć do zmiany projektu na bardziej ryzykowny (przeznaczyć kredyt nie na inwestycję, a np. na spekulację walutową), o ile nie są idealnie monitorowani przez banki.

Tabela 8a Polska. System bankowy. Udział należności zagrożonych w należnościach brutto od sektora niefinansowego (w %)

	Ogółem	w tym:		
		poniżej standardu	wątpliwe	stracone
1997	10,2	3,8	1,2	5,2
1998	10,5	3,9	1,9	4,7
1999	13,3	5,1	3,4	4,8
2000	15,0	4,4	5,1	5,5
2001	17,9	4,6	5,1	8,2
2002	21,1	4,8	5,6	10,7
31.03.2003	21,4	4,8	5,8	10,8
30.06.2003	22,0	4,9	5,9	11,2
30.09.2003	21,3	4,6	5,6	11,1

Źródło: NBP (2003).

Tabela 8b Republika Czeska. System bankowy. Udział należności zagrożonych w należnościach brutto od sektora niefinansowego (w %)

	Ogółem	w tym:		
		poniżej standardu	wątpliwe	stracone
2000	28,90	9,85	6,30	12,75
2001	20,79	7,42	3,32	10,05
2002	15,77	7,65	2,95	5,17
31.03.2003	14,96	7,36	3,18	4,42
30.06.2003	13,44	7,11	2,39	3,94
30.09.2003	12,35	7,02	2,18	3,15
30.12.2003	11,07	6,21	1,89	2,97

Uwaga: wartości w tabeli są przeliczone zgodnie ze standardami obowiązującymi w Polsce.

Źródło: CNB (2003), opracowanie własne.

go nastąpią znacznie później niż kryzys walutowy czy recesja gospodarcza. W przypadku Polski udział należności zagrożonych jest znacznie wyższy niż np. w krajach Azji czy Unii Europejskiej (gdzie nie przekracza 10%). Należy jednak zauważyć, że choć regulacje obowiązujące w Polsce są bardziej restrykcyjne, udział należności straconych i tak jest wysoki (powyżej 10%). Warto jednak zauważyć, że w Republice Czeskiej narastanie należności zagrożonych udało się opanować (mimo katastrofy finansów publicznych po powodzi), i to przy spadającej akcji kredytowej.

Jednak za najciekawszy, ze względu na to, że był oczekiwany, można uznać **kryzys walutowy w Argentynie (2001-2002)**. Nadal wydaje się nieprawdopodobne, aby w XXI wieku pojawiły się zaburzenia, których przyczyny były dokładnie znane i opisane przynajmniej od początku lat osiemdziesiątych XX wieku. Na początku tej dekady, wraz z ogłoszeniem przez Meksyk niewypłacalności, poczęły się załamywać systemy kursowe w Argentynie, Chile i Brazylii²². W literaturze ekonomicznej już wtedy istniały prace pokazujące, że nie jest możliwe utrzymywanie kontroli kursu walutowego przy jednoczesnej ekspansji pieniężnej czy fiskalnej (Krugman, 1979).

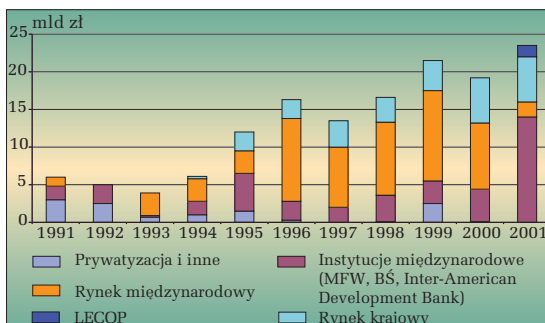
Oczywiście, usztywnienie kursu może przynieść wymierne korzyści dla gospodarki. Stały kurs może być kotwicą antyinflacyjną, gwarantującą wiarygodność waluty i polityki pieniężnej, zapewniać stabilne warunki inwestowania i handlu zagranicznego. Stały kurs może być także wymogiem polityki nakierowanej na uczestnictwo w unii monetarnej.

Flood i Garber (1984) pokazali, że załamanie kursu walutowego nastąpi tym wcześniej, im wyższa jest stopa ekspansji kredytowej i im niższy jest początkowy poziom rezerw²³. Wydawałoby się, że podobnemu kryzysowi, po doświadczeniach z lat osiemdziesiątych i przy bogatej literaturze przedmiotu, władze powinny być w stanie zapobiec.

W kwietniu 1991 r. władze argentyńskie przyjęły Ustawę o wymiennalności, pozbawiając Bank Centralny Republiki Argentyny (BCRA) autonomii w prowadzeniu polityki pieniężnej, nieodwołalnie usztywniając kurs argentyńskiego peso do dolara amerykańskiego na poziomie 1:1. Oznaczało to, że zwiększenie krajowej bazy monetarnej może być wyłącznie efektem zakupu walut obcych przez BCRA. Władze zdawały sobie sprawę z mogących pojawić się zagrożeń dla sektora finansowego. Banki komercyjne zostały zmuszone do utrzymywania 40% aktywów w postaci amerykańskich papierów skarbowych. Ponadto, emitowane przez nie papiery wartościowe miały status długu podporządkowanego. Banki musiały też pozyskać znaczny kapitał, przekraczając nawet zalecenia Komitetu Bazylejskiego. Te regulacje skłaniały banki do sięgania po kredyty zagraniczne.

Ponadto, przewidując możliwość nagłej ucieczki kapitału, zastrzeżono możliwość nabywania przez BCRA od rządu, w sytuacji kryzysowej, obligacji skarbowych denominowanych w USD (nie więcej niż 20% bazy monetarnej)²⁴. Z drugiej strony przeprowadzono pakiet reform sektora publicznego, mających zmniejszyć presję na sztywne wydatki budżetowe – reformę

Wykres 4 Źródła finansowania Rządu Federalnego Argentyny



Źródło: Central Bank of Argentina, opracowanie własne.

systemu podatkowego (m.in. wprowadzając VAT), administracji, edukacji, wojska, systemu świadczeń społecznych, przy jednoczesnym zmniejszeniu zatrudnienia w sektorze publicznym. Zniesiono możliwość stosowania indeksacji przy ustalaniu cen, płac, wielkości zadłużenia i podatków (Sławiński, 2001).

Znaczne zadłużenie zewnętrzne oraz sztywny kurs walutowy spowodowały, że Argentyna stała się wyjątkowo podatna na **wstrząsy zewnętrzne**. Nastąpiły one w 1995 r. i w 1999 r. Kryzys meksykański oraz trudna sytuacja budżetu (po wprowadzeniu w 1994 r. reformy emerytalnej) spowodowały znaczny odpływ kapitału za granicę (BCRA utracił około 5 mld USD rezerw). Także lokalni deponenci rozpoczęli wycofywanie wkładów bankowych²⁵. Dzięki mechanizmowi awaryjnemu oraz szybkiej reakcji banku centralnego udało się jednak zamortyzować spadek bazy monetarnej i przywrócić zaufanie do sektora bankowego. Jednakże po 1995 r. rząd nie potrafił już zrównoważyć budżetu finansując się długiem publicznym.

Za prezydentury Carlosa Menema władze prowadziły usilne działania mające na celu dolaryzację gospodarki oraz utworzenie **unii walutowej z USA**. Zlikwidowałyby to zagrożenie kryzysem płynności w razie zakłóceń, gdyż obieg pieniężny byłby gwarantowany przez USA. Gdy te iluzoryczne plany nie powiodły się, przystąpiono do realizacji opcji awaryjnej, a mianowicie utworzenia unii monetarnej z krajami należącymi do strefy wolnego handlu Mercosur. Także te plany nie zostały zrealizowane²⁶.

Warto prześledzić również zmiany w strukturze źródeł finansowania potrzeb Rządu Federalnego Argentyny (wykres 4). Z upływem czasu kurczyły się możliwości pozyskiwania środków z prywatyzacji. Po 1995 r. budżet federalny praktycznie całkowicie uzależnił się

²² Patrz: Sławiński (1992).

²³ Wnioski z innych prac teoretycznych (np. Flood, Marion, 1998; Oetker, Pazarskioglu, 1997) są podobne. Flood, Garber, Kramer (1996) poszerzają powyższą analizę o sterylizację ataku spekulacyjnego i rynek obligacji, co nie zmienia końcowych wniosków.

²⁴ Było to, jak się okazało, właściwe posunięcie, gdy w 1995 r. nastąpił odpływ kapitału związany z kryzysem meksykańskim.

²⁵ Należy w tym miejscu zauważyć, że w nowoczesnych gospodarkach kryzysy bankowe rozpoczynają się – nie jak w XIX wieku czy na początku XX wieku – od runu na banki, a raczej od niewypłacalności kredytobiorców, zakłócenia płynności czy zbyt ryzykownego portfela inwestycyjnego banku.

²⁶ W 1995 r. władze argentyńskie zawarły umowy z bankami międzynarodowymi o utworzenie linii kredytowych na 7 mld USD.

od długu zagranicznego, jako że możliwości finansowe sektora lokalnego były ograniczone i rosły powoli.

Pierwszym sygnałem zwiastującym kryzys była dewaluacja brazylijskiego reala, waluty głównego partnera i zarazem konkurenta Argentyny na rynkach światowych²⁷. Był to ostatni moment na uwolnienie kursu peso lub jego znaczną dewaluację. W przeciwnym przypadku należało przerwać dalsze zadłużanie się rządu. Jednak przygotowany w 2000 r. plan oszczędnościowy nie został uznany za wiarygodny. Pod koniec tego roku zagraniczne zobowiązania Argentyny sięgnęły 150 mld USD.

W kwietniu 2001 r. zaproponowano zmianę systemu kursowego ze sztywnego kursu do USD na powiązanie peso z koszykiem walutowym USD/EUR (50/50), a także poluzowanie ostrych regulacji dotyczących utrzymywania przez banki rezerw w postaci amerykańskich obligacji. Te racjonalne propozycje zostały jednak odebrane jako sygnał chęci zmiany systemu *status quo* i raczej zwiększyły obawy inwestorów o przyszłą płynność międzynarodową Argentyny i wypłacalność rządu.

Władze zaproponowały także wierzycielom konsersję zadłużenia na papiery o niższym oprocentowaniu i dłuższym terminie wykupu. Przy pomocy MFV oraz po zaakceptowaniu przez Senat planu „zerowego deficytu” miały nadzieję, że przy zwiększeniu się tempa wzrostu gospodarczego wzrost wpływów z podatków pomoże ustabilizować budżet i przywrócić zaufanie inwestorów. Jednak działania zostały podjęte, jak się okazało, zbyt późno i w grudniu 2001 r. konieczne było zamrożenie kont i ograniczenie wypłat do 250 USD tygodniowo, a w styczniu 2002 r. – zdewaluowanie kursu oficjalnego o około 30% i w rezultacie upłynnienie go oraz zrezygnowanie z kontroli²⁸.

Podsumowując, za główną przyczynę kryzysu w Argentynie, poza zbyt długim utrzymywaniem stałego kursu peso, można uznać nie zły stan sektora bankowego (czy jego regulacji), który przez cały czas zachowywał się racjonalnie, lecz raczej niezdolność władz do zrównoważenia budżetu i ustabilizowania zadłużenia zagranicznego.

Co ciekawe, niezdolność ta nie wynikała tylko z niemożności cięć wydatków, ale raczej z wadliwego systemu podatkowego (np. zwolnienia podatkowe dla przedsiębiorstw) i niskiej ściągalności podatków. Dlatego uczestnicy rynku nie uznawali wszystkich dotychczasowych planów rządu za wiarygodne²⁹.

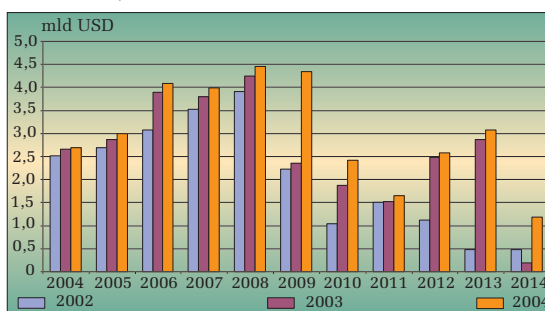
Czy wydarzenia w Argentynie mogą skłaniać do refleksji na temat możliwości wystąpienia kryzysu w Polsce? Podstawową różnicą jest brak systemu kontroli kursu

Tabela 9 Wpływ akcesji na budżet państwa w latach 2004-2006 (prognozy i realizacja), mld PLN

	2004	2004*	2005*	2006*
Wydatki związane z UE	6,3	9,4	16,9	18,5
Transfery z UE	13,5	12,2	21,8	24,4
Luka budżetowa spowodowana wydatkami unijnymi	-3,8	-8,2	-10,1	-11,1

Źródło: Prognozy (*) IBnGR [2003] oraz szacunki własne na podstawie informacji Ministerstwa Finansów.

Wykres 5 Harmonogram spłat rat kapitałowych z tytułu zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa (dane z 2002, 2003 i 2004 r. - I kwartał)



Źródło: MF (2003).

walutowego, zatem wszelkie spekulacje (do czasu wprowadzenia systemu kontroli kursu EUR/PLN) są na bieżąco odzwierciedlane w kursie złotego. Ponadto wstąpienie do Unii Europejskiej wiąże się ze znaczącym napływem netto transferów unijnych oraz poprawą perspektywy ekonomicznych i wiarygodności międzynarodowej.

Należy jednak zauważyć, że o ile dla złotego akcesja może być zjawiskiem korzystnym, o tyle dla budżetu pojawiają się nowe pozycje do sfinansowania. Jednocześnie znikną niektóre dochody z cel. Zaniepokojenie budzi także międzynarodowa płynność oraz wypłacalność budżetu w przyszłych latach. W najbliższych latach konieczne będzie spłacenie największych rat zadłużenia zagranicznego (związanego także jeszcze z czasami PRL). Na wykresie 5 można zauważyć tworzenie się nowych formacji płatności przypadających na lata 2009-2010 oraz 2012-2013. Pojawiły się one w latach 2002-2003, świadcząc o dalszym zadłużaniu się budżetu – nie tylko przesuwaniu szczytu płatności na przyszłość. W najbliższych latach budżet państwa będzie musiał spłacać od 2,5 do 4,5 mld USD rocznie, co może być bardzo dużym obciążeniem dla i tak sztywnego budżetu ponoszącego koszty akcesji.

Tabela 10 Struktura walutowa zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa (w %)

	XII 2001	XII 2002	XII 2003	I 2004
EUR	43,91	44,03	56,18	58,17
USD	38,07	29,07	25,59	24,36
Pozostałe waluty	18,02	23,74	18,24	17,48

Źródło: MF (2004), obliczenia własne.

²⁷ Na początku 1999 r. władze brazylijskie poszerzyły pasmo wahań z 1,2 – 1,215 do 1,2 – 1,32 reala za USD. W ciągu tygodnia na rynku walutowym real stracił dalsze 30% wartości, po czym 18 stycznia został upłynniony.

²⁸ W czerwcu 2002 r. kurs sięgnął 3,6 pesos za 1 USD.

²⁹ W dotychczasowej historii Argentyny władze radziły sobie w jedyny dostępny w takiej sytuacji sposób – poprzez inflację.

Tabela 11 *Struktura rodzajowa długu krajowego (wybrane elementy)*

	XII 1999	XII 2000	XII 2001	XII 2002	XII 2003	I 2004
Obligacje o stałym oprocentowaniu (w mln PLN)	52681,1	75411,8	97526	133763,5	168950,8	172131
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu (w mln PLN)	17895,9	18651,1	25948,3	20093,2	15546,2	17268,5
Obligacje o stałym oprocentowaniu (w %)	39,10	51,70	52,70	61,00	67,3	66,9
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu (w %)	13,30	12,80	14,00	9,20	6,2	6,7

Zródło: MF (2004).

Jednocześnie zauważalne jest znaczące zadłużanie się Skarbu Państwa w wyniku emisji obligacji długoterminowych (o zapadalności w latach 2010-2013) – w tej sytuacji duży wzrost gospodarczy staje się *sine qua non* płynności budżetu. W okresie od grudnia 2002 r. do stycznia 2004 r. zadłużenie krajowe (mierzone w PLN) wzrosło o 17,3%, podczas gdy zadłużenie zagraniczne: mierzone w EUR zwiększyło się o 6,7%, a mierzone w USD – o 26%. **Oznacza to zwiększenie podatności budżetu na wahania zewnętrzne.** Zauważalna jest także zmiana struktury walutowej zadłużenia na zadłużenie denominowane w euro (a także w innych walutach, np. JPY, CHF) wraz z umacnianiem się euro na rynkach światowych. **W ciągu dwóch lat wielkość długu euroowego mierzona w PLN wzrosła dwukrotnie (z 40 do 80 mld PLN), co można przypisać zarówno umocnieniu się euro, jak i rosnącej emisji euroobligacji denominowanych w euro.**

Inną charakterystyczną zmianą jest gwałtowny wzrost długu w obligacjach o stałym oprocentowaniu i spadek zadłużenia w obligacjach rynkowych o oprocentowaniu zmiennym. O ile w grudniu 1999 r. dług o stałym oprocentowaniu wynosił 52,7 mld PLN (39% długu), a dług o oprocentowaniu zmiennym 17,9 mld PLN (13%), o tyle w grudniu 2003 r. zadłużenie o stałym oprocentowaniu zwiększyło się do 169 mld PLN (67,3%) a o zmiennym spadło do 15,5 mld PLN (6,2%).

Dotychczasowa polityka władz także jest oczywista. Przy emisji obligacji o stałym oprocentowaniu (a zbliżonym do rynkowego) nie było problemów z ich sprzedażą, jako że nabywcy jednocześnie „kupowali” przyszłe zyski związane z przyszłymi (oczekiwanymi) obniżkami stóp procentowych. Stąd pewnie wynikał stały nacisk na Radę Polityki Pieniężnej i żądania redukcji stóp. Oczywiście, łatwość sprzedaży skończy się wraz z obniżkami stóp; pierwsze sygnały o ich podwyżce skłonią inwestorów do wyprzedzący tych papierów (lub zmniejszenia ich zakupów).

W przypadku Polski jeszcze jedna kwestia może budzić wątpliwości. Nie jest nią oczywiście wiarygodność statystyk dotyczących zadłużenia zagranicznego, a raczej wiarygodność informacji nt. długu publicznego. Rząd planuje znowelizowanie ustawy o finansach publicznych. Nowelizacja ma polegać na zmianie metodologii szacowania długu publicznego na obowiązującą w krajach Unii (ESA-95). Zgodnie z tym standardem do długu nie wlicza się planowanych wypłat z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji.

Do długu publicznego nie wlicza się także wewnętrznego zadłużenia instytucji budżetowych. Gdyby zatem do sektora finansów publicznych można było zaliczyć otwarte fundusze emerytalne, to wpłat do nich nie zapisywano by jako wydatku budżetu. Posunięcia te umożliwiłyby zmniejszenie zagrożenia przekroczenia konstytucyjnego progu 60% PKB. Jednak 2 marca 2003 r. Eurostat zalecił wyłączenie tego typu funduszy emerytalnych bilansu finansów publicznych. Oznacza to, że oficjalna wysokość deficytu polskiego budżetu wzrośnie jednak o około 1,5 punktu procentowego PKB. Obecnie polski rząd uznaje fundusze za część sektora finansów publicznych, co pozwala mu na zaliczanie środków wpłacanych z dotacji budżetowej do OFE jako rozchody budżetu, a nie jego wydatki, przez co deficyt budżetowy na 2004 r. jest mniejszy o około 11,5 mld PLN. Biorąc zatem pod uwagę zalecenia Eurostatu, deficyt budżetu państwa przekracza obecnie 5,6% PKB.

Nie są to oczywiście bardzo poważne zmiany wpływające na rzeczywistość ekonomiczną kraju, ani nie są przeprowadzane bez informowania uczestników rynku. Osłabiają one jednak fundamenty oceny ryzyka inwestowania w Polsce, a także utrudniają porównania statystyczne z okresami wcześniejszymi³⁰.

Podsumowanie

Na podstawie przedstawionych studiów przypadków kryzysów walutowych oraz analizy bieżącej sytuacji Polski można przypuszczać, że prawdopodobieństwo kryzysu walutowego w najbliższym czasie nie jest wysokie. Połączenie z Unią Europejską może obniżyć koszty dostępu do rynków finansowych oraz poprawić ocenę perspektyw ekonomicznych zarówno Polski, jak i poszczególnych przedsiębiorstw. Z akademickiego punktu widzenia rachunek kosztów i zysków przystąpienia do Unii Europejskiej oraz Unii Gospodarczej i Walutowej jest znany i prezentuje się korzystnie. Oczekiwany napływ funduszy unijnych (przewyższający odpływ związany ze składką członkowską) powinien działać na rzecz aprecjacji kursu złotego. Powinna jednak utrzymać się różnica pomiędzy krajowymi a euroowymi stopami procentowymi, odzwierciedlając premię za ryzyko.

³⁰ Podobne posunięcia wykonywały władze krajów Azji Wschodniej czy Meksyku, zmieniając metodologię szacunku długu zagranicznego i inne parametry ekonomiczne.

Głównym wyzwaniem jest obecna i przyszła sytuacja budżetu państwa. Cięży na nim, podobnie jak na gospodarce prywatnej, znaczne zadłużenie zagraniczne i wewnętrzne. Struktura czasowa publicznego zadłużenia zagranicznego jest niekorzystna; największe spłaty powinny nastąpić w pierwszych latach po przystąpieniu do Unii. Wtedy pojawią się też pierwsze poważne koszty związane z członkostwem. Również sektor prywatny w znacznym stopniu jest zadłużony za granicą. Także pewna część zadłużenia krajowego (np. podmiotów prywatnych) jest indeksowana do obcych walut. Czyni to gospodarkę polską bardziej wrażliwą na wahania zewnętrzne.

Na najbliższe lata planowane jest także wstąpienie do ERM II oraz unii walutowej i przyjęcie euro. Jest to jak najbardziej właściwe posunięcie, pozwalające na dalsze obniżenie kosztów pozyskiwania funduszy oraz zlikwidowanie ryzyka walutowego, co jest szczególnie istotne przy ujemnej pozycji walutowej netto całego kraju. Wprowadzenie euro zredukowałoby niebezpieczeństwo wystąpienia kryzysu systemowego – ewentualny kryzys miałby charakter lokalny (potencjalne załamanie budżetu nie pociągnęłoby za sobą paraliżu gospodarczego).

Pewne zagrożenia niesie ze sobą okres przejściowy na „ławce rezerwowych” w systemie ERM II. Można oczekiwać, że spekulanci początkowo będą nabywać aktywa denominowane w polskiej walucie, licząc na szybkie wprowadzenie euro w Polsce i korzystając z wysokiego oprocentowania papierów emitowanych przez przeciążony budżet. Przez pewien czas może to być korzystne dla kursu złotego, niemniej okres pobytu w ERM II powinien być jak najkrótszy.

Nie należy jednak zapominać, że decydującą rolę w przyszłości będzie odgrywał sektor prywatny. W przypadku poprawy konkurencyjności, przyspieszenia wzrostu gospodarczego czy wzmocnieniu pozytywnych tendencji w handlu zagranicznym Polski niebezpieczeństwo kryzysu walutowego może zostać usunięte lub przynajmniej jego prawdopodobieństwo i natężenie – zredukowane, podobnie jak kryzysu finansów państwa. To, czy szanse związane z przystąpieniem do Unii Europejskiej i przyjęciem euro zostaną wykorzystane i przeważą nad kosztami, zależy głównie od sektora prywatnego i stworzonych mu warunków.

Bibliografia

1. G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini (1998a): *What caused the Asian currency and financial crisis? Part I: a macroeconomic overview*. NBER Working Paper 6833.
2. G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini (1998b): *What caused the Asian currency and financial crisis? Part II: the policy debate*. NBER Working Paper 6834.
3. A. Dudek (2002): *Pierwsze lata III Rzeczypospolitej 1989-2001*. Kraków Arcana.
4. B. Eichengreen, A.K. Rose, C. Wyplosz (1994): *Speculative attacks on pegged exchange rates: an empirical exploration with special reference to the European Monetary System*. NBER Working Paper 4898.
6. G. Esquivel, F. Larrain F. (1998): *Explaining currency crises*. Harvard mimeo.
7. R. Flood, P. Garber (1984): *Collapsing exchange-rate regimes: some linear examples*. „Journal of International Economics” 17, s. 90-107.
8. R. Flood, P. Garber, C. Kramer (1996): *Collapsing exchange rate regimes: another linear example*. „Journal of International Economics” 41, s. 223-234.
9. R.P. Flood, N.P. Marion (1998): *Self-fulfilling risk predictions: an application to speculative attacks*. IMF Working Paper 124, MFW Waszyngton.
10. J.A. Frankel, A.K. Rose (1996a): *Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment*. „Journal of International Economics” 41, s. 351-367.
11. M. Gruszczyński (2003): *Liberalizacja obrotów kapitałowych w Polsce. W: Od liberalizacji do integracji Polski z Unią Europejską*. Warszawa PWN.
12. M. Gruszczyński (2002): *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*. Warszawa PWN.
13. IBnGR (2003): *Finansowe skutki przystąpienia Polski do UE*, mimeo.
14. IMF IFS (luty 2004): *International finance statistics*. Waszyngton MFW.
15. P. Krugman (1979): *A model of Balance-of-Payments crises*. „Journal of Money, Credit and Banking” 11, s. 311-325.
16. MF: *Zadłużenie Skarbu Państwa*. Departament Długu Publicznego MF, różne wydania.
17. G.M. Milesi-Ferretti, A. Razin (1998): *Current account reversals and currency crises: empirical regularities*. IMF Working Paper 89, Waszyngton MFW.

18. NBP (2003): *Sytuacja finansowa banków w okresie styczeń-wrzesień 2003 r. Synteza*.
19. NBP (luty 2004): *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*. Warszawa NBP.
20. I. Oetker, C. Pazarbasioglu (1994): *Exchange market pressures and speculative capital flows in selected European countries*. IMF Working Paper 21, Waszyngton MFW.
21. M. Pomerleano (1998): *The East Asia crisis and corporate finances*. World Bank mimeo.
22. A. Sławiński (2001): *Argentyna. W: Kryzysy walutowe*. Warszawa 2001 PWN.
23. A. Sławiński (1992): *Polityka stabilizacyjna a bilans płatniczy*. Warszawa PWN.
24. J. Stiglitz., A. Weiss (1981): *Credit rationing in markets with imperfect information*. American Economic Review 71, s. 393-410.
25. J. Stiglitz (1998): *The role of international financial institutions in the current global economy*. Address to the Chicago Council on Foreign Relations, Chicago February 27, 1998.
25. WEO (styczeń 1993): *World Economic Outlook. interim assessment*. Waszyngton MFW.
26. WEO (maj 1998): *World Economic Outlook*. Waszyngton MFW.