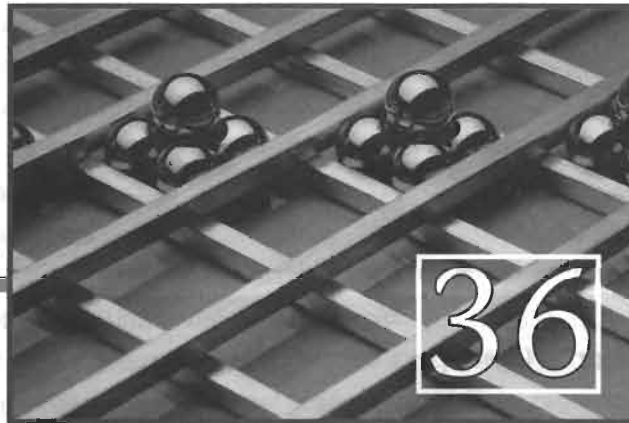


ZESZYTY PBR-CASE



W a r s z a w a 1 9 9 8

KRYZYSY NA RYNKACH FINANSOWYCH - SKUTKI DLA GOSPODARKI POLSKIEJ



POLSKI BANK ROZWOJU S.A.
POLISH DEVELOPMENT BANK



Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych

Fundacja Naukowa CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych
00 - 585 Warszawa, ul. Bagatela 14

Polski Bank Rozwoju SA
00 - 675 Warszawa, ul. Koszykowa 54

Copyright by: Fundacja Naukowa CASE i Polski Bank Rozwoju SA

Opracowanie tekstów: Ewa Balcerowicz

Opracowanie graficzne: Agnieszka Bury

DTP: CeDeWu – Centrum Doradztwa i Wydawnictw
"Multi-Press" Sp. z o.o.
00-020 Warszawa, ul. Chmielna 28

ISSN 1233-121X

Wydawca:
Fundacja Naukowa CASE, 00 - 585 Warszawa, ul. Bagatela 14

Nakładca:
BRE Bank SA, 00 - 950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Oddano do druku w lutym 1999 r. Nakład 600 egz

SPIS TREŚCI

Ewa Balcerowicz – WPROWADZENIE	5
Lista uczestników seminarium	6
Krzysztof Rybiński – AZJATYCKI KRYZYS WALUTOWY W 1997 R. I JEGO SKUTKI DLA POLSKIEJ GOSPODARKI	7
1. Mechanizm kryzysu walutowego	7
2. Jak wyjaśnić kryzys azjatycki 1997 roku	7
3. Jak należy rozumieć pojęcie: „pokusa nadużycia”?	8
4. Wpływ kryzysu azjatyckiego na polską gospodarkę	9
4.1. Pokusa nadużycia „miękkiego ograniczenia budżetowego”	9
4.2. Reakcja władz fiskalnych	11
4.3. Reakcja władz monetarnych	11
4.4. Czy Chile jest dobrym przykładem dla polskich władz monetarnych i fiskalnych?	12
4.5. Zmiana sentymentów inwestorów zagranicznych (prawdopodobnie najważniejszy efekt kryzysu azjatyckiego)	14
4.6. Wpływ na gospodarkę realną: wzrost gospodarczy i handel zagraniczny	14
5. Wnioski	19
Maciej Krzak – KONSEKWENCJE KRYZYSU W AZJI WSCHODNIEJ DLA POLSKI	21
1. Analiza modelowa	21
2. Scenariusze	23
2.1. Scenariusz ograniczonego kryzysu	23
2.2. Scenariusz katastroficzny	24
3. Skutki kryzysu dla Polski w scenariuszach	25
3.1. Skutki scenariusza ograniczonego kryzysu	26
3.2. Skutki scenariusza krachu	28
4. Uwagi końcowe	29
Franciszek Rozwadowski – AZJATYCKI KRYZYS WALUTOWY I JEGO WPŁYW NA POLSKĄ GOSPODARKĘ	31
1. Efekty bezpośrednie	31
2. Lekcje kryzysu azjatyckiego	32
2.1. Słabości strukturalne i instytucjonalne	33
2.2. Deficyt na rachunku obrotów bieżących	33
2.3. Zmiana warunków zewnętrznych	34
2.4. Dylematy: polityka makroekonomiczna a polityka walutowa	36
3. Wnioski dla Polski	36
3.1. Zagadnienia polityki makroekonomicznej	36
3.2. Słabości strukturalne	37

WPROWADZENIE

Ewa Balcerowicz

Zeszyty PBR-CASE nr 36 zawierają trzy obszernie teksty przygotowane na seminarium poświęcone skutkom dla gospodarki polskiej kryzysów na rynkach finansowych. Zorganizowane wspólnie przez Fundację CASE i Polski Bank Rozwoju SA, w ramach stałego cyklu spotkań panelowych, seminarium odbyło się w Warszawie w marcu 1998 roku. Spotkanie stanowiło kontynuację dyskusji podjętej na poprzednim seminarium (nr 35), a dotyczącej problemów globalizacji rynków finansowych

Autorzy prezentowanych niżej opracowań: Maciej Krzak, pracownik Departamentu Badań Zagranicznych Narodowego Banku Austrii oraz Wiedeńskiego Instytutu Porównawczych Studiów Ekonomicznych (WIIW); Franciszek Rozwadowski, stały przedstawiciel Międzynarodowego Funduszu Walutowego w Polsce oraz Krzysztof Rybiński, główny ekonomista warszawskiego oddziału ING Barings omawiają w szczególności azjatycki kryzys walutowy, analizują jego źródła, a następnie próbują oszacować potencjalne skutki bezpośrednie i pośrednie dla polskiej gospodarki.

Wydaje się, że gospodarka polska w wymiarze realnym nie zostanie dotknięta skutkami kryzysu azjatyckiego – stwierdza Krzysztof Rybiński w referacie pt. „Azjatycki kryzys walutowy w 1997 r. i jego skutki dla polskiej gospodarki”. Najsilniejszy wpływ kryzysu będzie odczuwalny na rynkach finansowych, ponieważ kryzys azjatycki spowodował wzrost zainteresowania zagranicznych inwestorów portfelowych polskim rynkiem. Sytuacja ta wymusza znaczące zmiany w polityce makroekonomicznej.

Konsekwencje azjatyckiego kryzysu dla polskiej gospodarki przy spełnieniu się scenariusza ograniczonego kryzysu (najbardziej prawdopodobnego) byłyby znikome, ale dramatyczne – przy spełnieniu się scenariusza katastroficznego stwierdza Maciej Krzak w referacie pt. „Konsekwencje kryzysu w Azji Wschodniej dla Polski”. W scenariuszu ograniczonego kryzysu konsekwencje będą w praktyce niezauważalne dla PKB, bilansu płatniczego i kursu walutowego. W wariantcie katastroficznym natomiast Polska nie uniknęłaby recesji i dewaluacji, ponieważ musiałyby wyrównać szybko saldo na rachunku bieżącym w warunkach osłabienia popytu na świecie.

Franciszek Rozwadowski w referacie pt. „Azjatycki kryzys walutowy i jego wpływ na polską gospodarkę” zwraca uwagę, że bezpośredni wpływ kryzysu azjatyckiego na Polskę będzie prawdopodobnie niewielki, ale wydarzenia w Azji są ważną lekcją dla polityków gospodarczych w Polsce i innych krajach przechodzących proces transformacji.

Prezentowane w „Zeszytach PBR-CASE” nr 36 teksty są rozszerzonymi wersjami wystąpień wygłoszonych na marcowym seminarium. Zostały przygotowane specjalnie na potrzeby seminarium i niniejszej publikacji, za co ich Autorom organizatorzy składają serdeczne podziękowanie.

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Antowska-Bartosiewicz Iwona
Balcerowicz Ewa
Błaszczak Barbara
Baczo Tadeusz
Basiuk Jerzy
Brzeski Jacek
Budnikowski Adam
Bury Andrzej
Byszewska Magdalena
Cyburt Piotr
Cylwik Andrzej
Czyżewski Adam
Dąbrowski Marek
Dietl Jerzy
Dusza Mirosław
Getka Ewa
Groszek Mieczysław
Jasiński Leszek
Kantecki Antoni
Kapica Adam
Kazimierczyk Piotr
Kochanowicz Jacek
Kotecki Ludwik
Kowalska Marzena
Kowalski Ryszard
Kowaluk Antoni
Krupińska Agata
Krzak Maciej
Krzeczunowicz Maciej
Lipowski Adam
Lysytskyy Victor
Łuczyński Marcin
Macieja Jan
Maszybrodzki Mirosław

Olechowska Krystyna
Orliński Wojciech
Pawłowicz Leszek
Pietras Jarosław
Rozwadowski Franciszek
Rybiński Krzysztof
Sadowska-Cieślak Ewa
Samożniew Aleksander
Sewerynik Izabela
Sikora Sławomir
Skłodowski Robert
Skrzeszewska-Paczek Elżbieta
Smardzewska Anna
Solarz Jan
Stańczyk Zbigniew J.
Stasiak Danuta
Stypułkowski Cezary
Szapiro Tomasz
Szczepańska Olga
Tomczyńska Magdalena
Walczak Andrzej
Walewski Maciej
Wilk Ewa
Woźniak Przemysław
Wojnowski Rafał
Wojwek Marcin
Wróbel Ewa
Wróblewski Andrzej K.
Zajdel Katarzyna
Zięba Janusz

Bank Handlowy w Warszawie SA
Fundacja Naukowa CASE
Fundacja Naukowa CASE
Instytut Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk
Bank Rozwoju Eksportu SA
Gazeta Giełdy „Parkiet”
Szkoła Główna Handlowa
INW Olympus
Bank Energetyki SA
Polski Bank Rozwoju SA
Fundacja Naukowa CASE
Misja Banku Światowego
Fundacja Naukowa CASE
Fundacja Edukacyjna Przedsiębiorczości
Narodowy Bank Polski
Powszechny Bank Kredytowy SA
Polski Bank Rozwoju SA
Instytut Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk
Szkoła Główna Handlowa
Bank Gospodarki Żywnościowej SA
Bank Rozwoju SA
Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego
Ministerstwo Finansów
Polski Bank Rozwoju SA
Bank Śląski SA
„Rzeczpospolita”
Bank Ochrony Środowiska SA
Departament Badań Zagranicznych Narodowego Banku Austrii
USAID
Instytut Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk
National Bank of Ukraine
Fundacja Naukowa CASE
Instytut Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk
Biuro Ubezpieczeń Finansowych Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA
„Gazeta Bankowa”
Bank Handlowy w Warszawie SA
Gdańska Akademia Bankowa
UKIE
Międzynarodowy Fundusz Walutowy
ING – Internationale Nederlanden Bank NV
Narodowy Bank Polski
„Komsomolskaja Prawda”
Kredyt Bank PBI SA
Powszechny Bank Kredytowy SA
TU Allianz BGŻ Polska
Bank Handlowy w Warszawie SA
Ministerstwo Finansów
Narodowy Bank Polski
Akademia Ekonomiczna w Krakowie
Narodowy Bank Polski
Bank Handlowy w Warszawie SA
Szkoła Główna handlowa
Narodowy Bank Polski
Fundacja Naukowa CASE
TUIR Partner SA
Fundacja Naukowa CASE
Narodowy Bank Polski
Fundacja Naukowa CASE
Ministerstwo Finansów
„Gazeta Bankowa”
Narodowy Bank Polski
„Polityka”
Ministerstwo Finansów
Narodowy Bank Polski

AZJATYCKI KRYZYS WALUTOWY W 1997 R. I JEGO SKUTKI DLA POLSKIEJ GOSPODARKI

*Krzysztof Rybiński**

Jeśli Polska byłaby gospodarką zamkniętą, autarkiczną, kryzys azjatycki nie miałby żadnego wpływu na jej gospodarkę. Ponieważ jednak Polska staje się krajem coraz bardziej otwartym należy oczekiwać, że skutki kryzysu azjatyckiego dotkną również polską gospodarkę.

Aby ocenić znaczenie kryzysu azjatyckiego należy przede wszystkim omówić jego mechanizm, może on bowiem wskazywać na prawdopodobne zachowania inwestorów zagranicznych po kryzysie oraz na politykę przyjętą przez polskie władze.

1. Mechanizm kryzysu walutowego

Ekonomiści podają trzy grupy modeli opisujące mechanizm kryzysu walutowego.

Pierwsza grupa, nazywana „kanoniczne modele kryzysu”, została opisana przez Paula Krugmana w 1979 r. Wyjaśnia ona kryzysy walutowe jako wynik podstawowej sprzeczności pomiędzy polityką krajową polegającą na uporczywym finansowaniu deficytu fiskalnego oraz próbami utrzymania reżimu kursu stałego. Jeżeli poziom rezerw walutowych jest wystarczająco wysoki taka polityka może być prowadzona przez pewien czas. Jeśli jednak spekulanci zaczynają wątpić w możliwość jej utrzymania, rezerwy walutowe natychmiast zostaną wyczerpane. Zazwyczaj takie „wątpliwości” mogą powstać nawet wtedy, gdy rezerwy pokrywają wiele miesięcy importu.

Druga grupa modeli, nazywana „modelami drugiej generacji”, zakłada, że zarówno rząd, jak i bank centralny prowadzą miękką politykę i mogą podjąć decyzję o jej za-

ostrzeniu w przypadku zagrożenia kryzysem. Jednakże, nawet w takim scenariuszu można przyjąć, że w przyszłości – może nawet bardzo odległej – rząd zdecyduje się zdevaluować walutę. Przyczyną może być chęć zmniejszenia wysokiego zadłużenia krajowego, płac realnych – jeśli w wyniku nacisku związków zawodowych rząd boryka się ze sztywnością płac nominalnych, lub zamiar zwiększenia eksportu krajowego. Dewaluacja może zostać wprowadzona jeśli korzyści z niej płynące (podane powyżej) są większe niż korzyści z utrzymywania kotwicy walutowej (takie jak dezinflacja lub wiarygodność). Tak więc nawet jeśli w chwili obecnej rząd i bank centralny stosują zaostrzoną politykę, spodziewana przyszła dewaluacja może zaowocować atakiem spekulacyjnym. Atak taki z kolei uczyni obronę kotwicy walutowej zbyt kosztowną (poprzez negatywny wpływ stóp procentowych na realną gospodarkę) i w efekcie reżim stałego kursu walutowego zostanie zaniechany.

Trzecia grupa modeli wyjaśnia kryzys walutowy w kategoriach samospełniających się oczekiwań – owczego pędu i raczej fenomenu psychologicznego niż podstaw ekonomicznych.

2. Jak wyjaśnić kryzys azjatycki 1997 roku

Jak wskazuje Paul Krugman w swoim opracowaniu „Co stało się w Azji” („What happened to Asia”) kryzys azjatycki w 1997 roku nie może być dobrze wytłumaczony ani przez model kanoniczny, ani przez modele drugiej generacji. Modele „owczego pędu” również nie wyjaśniają istoty

krzysu azjatyckiego. W szczególności, stopy inflacji w tych krajach były bardzo niskie (patrz tabela 1), a pozycja fiskalna (z wyjątkiem Indonezji) bardzo mocna (patrz tabela 2). Dlatego też realny kurs walutowy nie ulegał aprecjacji, a spadek dynamiki eksportu zaobserwowany w tych krajach przed wystąpieniem kryzysu był spowodowany raczej silnym dolarem (z którym waluty tych krajów były związane) niż aprecjacją realnego kursu walutowego.

Tabela 1. Inflacja w krajach Azji (CPI)

	1996	1997	1998 prognoza
Korea Płd.	5,0	4,2	3,7
Hong Kong	6,0	6,0	5,0
Indonezja	7,9	7,0	14,2
Malezja	3,5	3,0	4,2
Filipiny	8,4	5,1	10,9
Tajlandia	5,9	5,7	14,5

Źródło: ING Barings

Jak podkreślono wcześniej, deficyt fiskalny wyglądał na zrównoważony i nie przekraczał 1% PKB, w wielu przypadkach rządy osiągały nadwyżkę budżetową. Jednak to jedynie pierwsze wrażenie. W rzeczywistości nieformalne powiązania pomiędzy azjatyckim biznesem i światem polityki spowodowały, że większość przedsiębiorstw, które bankrutowały było ratowanych przez rząd – najczęściej poprzez nacjonalizację lub pokrycie kosztów ratowania z budżetu państwowego. Tak więc, jeśli weźmie się pod uwagę potencjalną liczbę poręczeń i związane z tym dodatkowe obciążenia sektora rządowego, wówczas sytuacja nie wygląda już tak dobrze. Natychmiast powstaje pytanie: Dlaczego należałoby oczekiwać znacznego wzrostu poręczeń? Tutaj właśnie dochodzimy do argumentu „pokusy nadużycia” przedstawionego przez Paula Krugmana.

Tabela 2. Deficyt fiskalny w krajach Azji

Deficyt budżetowy jako %PKB	1996	1997	1998 prognoza
Korea Płd.	0,0	-0,7	-0,5
Hong Kong	-0,3	1,1	2,0
Indonezja	-1,9	-1,9	-1,6
Malezja	0,7	0,2	1,0
Filipiny	0,3	0,2	-0,2
Tajlandia	2,2	-0,9	1,0

Źródło: ING Barings

3. Jak należy rozumieć pojęcie: „pokusa nadużycia”?

Określenie pokusa nadużycia wywodzi się z instytucji ubezpieczeniowych i oznacza tendencję do takiej zmiany zachowania osoby wykupującej ubezpieczenie, która prowadzi do większych roszczeń w stosunku do instytucji ubezpieczeniowej. Ponieważ najczęściej to mylące zachowanie nie może być obserwowane bezpośrednio przez instytucję ubezpieczeniową, nie istnieje możliwość spisania kontraktu wymuszającego właściwy sposób zachowania. Najczęstszym przykładem pokusy nadużycia jest to, które występuje w przypadku ubezpieczenia samochodowego. Jeśli wypożyczamy samochód i jesteśmy finansowo odpowiedzialni za wszelkie powstałe szkody prawdopodobnie będziemy jechać bardziej ostrożnie. Wykupienie ubezpieczenia może prowadzić do bardziej lekkomyślnej jazdy i w efekcie do częstszych roszczeń w stosunku do instytucji ubezpieczeniowej.

Ten sam problem pokusy nadużycia może być równie dobrze zastosowany w przypadku innych instytucji finansowych. Kryzys Saving&Loans (S&L) w latach 80. jest najlepszym przykładem. Rząd gwarantował depozyty umieszczone na rachunkach S&L, co stworzyło wrażenie wysokiego bezpieczeństwa tych depozytów. Z drugiej strony konkurencja pomiędzy instytucjami S&L doprowadziła do tego, że ich zarządy poszukiwały wyższych stóp zwrotu inwestując w „obligacje śmieciowe” oraz inne instrumenty wysokiego ryzyka, takie jak inwestycje w nieruchomości komercyjne. W celu zintensyfikowania działalności oraz pozostania na rynku instytucje S&L gromadziły fundusze oferując wyższe stopy procentowe. Dzięki gwarancjom rządowym depozyty S&L postrzegane były jako bardzo atrakcyjne oraz bezpieczne. Załamanie rynku „obligacji śmieciowych” oraz nieruchomości komercyjnych doprowadziło do bankructwa ponad 500 instytucji S&L, a poręczenia i ratowanie owych instytucji kosztowały amerykańskiego podatnika setki miliardów dolarów.

A co stało się w Azji? Jak już wcześniej wspomniano, dzięki bardzo silnym powiązaniom pomiędzy światem polityki i biznesu (np. indonezyjska rodzina Suharto lub koreańskie czebole), instytucje finansowe w tych krajach

postrzegane były jako mające domniemane gwarancje rządowe. Równocześnie ich działalność nie była kontrolowana, co prowadziło do licznych przypadków pokusy nadużycia oraz wysokiego przeinwestowania w gospodarkach azjatyckich. Powołując się na Paula Krugmana, zjawisko to można zilustrować przykładem liczbowym. Załóżmy, że instytucja finansowa w Korei otrzymuje 100 mln dolarów kredytu od pożyczkodawcy posiadającego gwarancje (banki zagraniczne z Japonii, Stanów Zjednoczonych lub Niemiec). Zakładamy, że koreańska instytucja finansowa zainwestuje te pieniądze i w przypadku bankructwa (złej decyzji inwestycyjnej) instytucja ta zostanie znacjonalizowana lub też uzyska poręczenie w innej formie. Załóżmy, że instytucja finansowa będzie miała dwie możliwości – zainwestować w przedsięwzięcie bezpieczne, które przyniesie na pewno 7% zysku (lub 107 mln dolarów) w ciągu jednego roku lub też może pożyczyć te pieniądze, aby sfinansować projekt inwestycyjny. Ponadto założymy, że inwestycja finansowa jest decyzją ryzykowną, jak to zwykle bywa w rzeczywistości. W ciągu jednego roku warunki mogą być sprzyjające i całkowity przychód może wynosić 120 mln dolarów lub też sytuacja może być niesprzyjająca i przychód będzie wynosił 80 mln dolarów.

Tak więc w przypadku braku pokusy nadużycia właściciel przedsięwzięcia neutralny wobec ryzyka wybierze inwestycję w aktywa pewne przynoszące 7% zysku. Jednak istnieje problem pokusy nadużycia. Dzięki nieformalnym gwarancjom rządowym, w sytuacji optymalnej właściciel przedsięwzięcia zyska netto 20 mln dolarów, w sytuacji niesprzyjającej nic nie straci, ponieważ koszty ratowania przedsięwzięcia pokryje rząd, tak więc strata w przypadku niesprzyjających warunków wyniesie 0%. Dlatego, oczekiwany zysk właściciela przedsięwzięcia finansowego, który staje przed problemem pokusy nadużycia, wynosi 10 mln dolarów lub 10%, czyli więcej niż 7% uzyskane z pewnych aktywów. Wybór będzie polegał na finansowaniu ryzykownego projektu inwestycyjnego. Prowadzi to do większych inwestycji, niepożądanych ze społecznego punktu widzenia, których oczekiwana wartość dodana jest 0%, nie możemy bowiem wierzyć, że przyszłość zawsze okaże się sytuacją optymalną. Tak więc, jeśli wystąpią warunki niesprzyjające, umocnienie

dolara lub spadek cen komponentów komputerowych, aktualny przychód jest negatywny, a dług w obcych walutach musi być spłacony, co daje początek kryzysowi.

Tabela 3. Pokusa nadużycia i decyzje inwestycyjne (w mln USD)

	Inwestycja pewna	Inwestycja ryzykowna
Przychód w sytuacji optymalnej	107	120
Przychód w sytuacji niesprzyjającej	107	80
Oczekiwany przychód	107	100
Oczekiwany zysk	7	10

Źródło: P.Krugman „What happened to Asia”, Internet

Problem pokusy nadużycia nie dotyczy jedynie złych decyzji inwestycyjnych lokalnych instytucji finansowych. Aby kryzys wystąpił musi istnieć jeszcze źródło zagranicznego finansowania, najczęściej banki japońskie, amerykańskie lub z Europy Zachodniej, które skłonne są udzielać pożyczek koreańskim instytucjom finansowym. Musi również istnieć silne przekonanie, że rząd, oficjalnie lub nieformalnie, zagwarantuje zobowiązania prywatnego sektora finansowego. Takie przekonanie miało miejsce w przypadku banków zagranicznych. Jak wskazuje tabela 4, zewnętrzne, krótkoterminowe zadłużenie sektora prywatnego przekroczyło 200% rezerw walutowych.

4. Wpływ kryzysu azjatyckiego na polską gospodarkę

Po przeanalizowaniu mechanizmu kryzysu azjatyckiego można omówić jego wpływ na gospodarkę polską. Skutki kryzysu azjatyckiego można podzielić na sześć kategorii, omówionych w kolejnych punktach poniżej.

4.1. Pokusa nadużycia „miękkiego ograniczenia budżetowego”

Jak wskazuje tabela 4, zadłużenie zagraniczne sektora prywatnego w Polsce osiąga bardzo niski poziom, jeden z najniższych wśród krajów wschodzących rynków. Jest mało prawdopodobne, aby pokusa nadużycia typu azja-

Tabela 4. Zaangażowanie banków w krajach wschodzących rynków (mld USD, koniec 1996 r.)

	Ogółem (1)	Termin zapadalności jeden rok		
		Ogółem (2)	% ogółem (2):(1)	% rezerw międzynarodowyc h we wrześniu 1997r. (3)
Wszystkie kraje	839,8	468,5	55,8	54,3
Afryka	50,3	25,1	49,9	61,4
Azja	367,1	225,7	61,5	49,9
Chiny	55,0	26,9	48,9	19,8
Indie	16,9	7,1	42,0	27,4
Indonezja	55,5	34,2	61,6	168,9
Malezja	22,2	11,2	50,5	42,1
Filipiny	13,3	7,7	57,9	82,1
Korea Płd	100,0	67,5	67,5	216,6
Tajlandia	70,2	45,7	65,1	159,7
Inne	33,9	25,3	74,6	14,5
Rynki wschodzące w Europie	130,1	58,7	45,1	56,7
Republika Czeska	9,6	4,7	49,0	41,1
Węgry	11,7	4,6	39,3	54,5
Polska	7,6	2,5	32,9	12,7
Rosja	57,3	26,5	46,2	141,5
Słowacja	2,5	1,3	52,0	41,7
Turcja	22,6	11,5	50,9	54,8
Inne	18,8	7,5	39,9	35,8
Ameryka Łacińska	243,6	131,3	53,9	75,0
Bliski Wschód	48,7	27,7	56,8	30,7

Raporty banków: Austrii, Belgii, Kanady, Danii, Finlandii, Francji, Niemiec, Irlandii, Włoch, Japonii, Luksemburga, Holandii, Norwegii, Hiszpanii, Szwecji, Szwajcarii, Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych

Źródło: Bank for International Settlements, International Monetary Fund, ING Barings

tyckiego, opisana powyżej, doprowadziła do kryzysu. Ponadto, nie oczekuje się, aby rząd udzielił pomocy, w formie nacjonalizacji, sektorowi prywatnemu w przypadku jego bankructwa. Należy jednak podkreślić, że w Polsce nadal obserwujemy „miękkie ograniczenie budżetowe” niektórych przedsiębiorstw państwowych, których najlepszym przykładem jest sektor górnictwa. Luźna dyscyplina finansowa w sektorze budżetowym również jest źródłem potencjalnych problemów fiskalnych, zadłużenie jedynie sektora służby zdrowia wzrosło o 2,7 mld PLN w 1997 r. Tak więc problem pokusy nadużycia przyjął w Polsce inną formę. Jeśli przedsiębiorstwa państwowe lub sektor służby zdrowia nadal będzie wydawał pieniądze (lub podnosił płace) na koszt budżetu z nadzieją, że na koniec roku zadłużenie lub straty (lub nie zapłacone podatki, składki ubezpieczenia społecznego) zostaną pokryte przez

subsydia budżetowe, planowane ograniczenia fiskalne, zapowiedziane przez ministra Leszka Balcerowicza, mogą być trudne do zrealizowania. W tym miejscu wracamy do modelu azjatyckiego. Jak wskazano powyżej, sytuacja fiskalna w krajach azjatyckich była o wiele gorsza niż wskazywały oficjalne statystyki, jeśli wzięto się pod uwagę przyszłe koszty ratowania bankrutujących przedsiębiorstw. Na tej samej zasadzie sytuacja fiskalna w Polsce może być o wiele gorsza, jeśli weźmie się pod uwagę potencjalne obciążenie budżetu przyszłymi długami (sektor służby zdrowia, przemysł górniczy). Dlatego jest niezwykle ważne, aby rząd składał wiarygodne deklaracje, że praktyka umarzania długów nie będzie kontynuowana w 1998 r. oraz że przedsiębiorstwa państwowe będą obowiązywały twarde ograniczenia budżetowe.

4. 2. Reakcja władz fiskalnych

Można twierdzić, że kryzys azjatycki ułatwił poprzedniemu ministrowi finansów uchwalenie ciasnego budżetu na 1998 r., a obecnemu ministrowi finansów pozwolił ograniczyć go jeszcze bardziej. Powstaje jednak pytanie: jakie ograniczenie budżetowe będzie miało miejsce w 1998 r., jeśli rząd planuje zwiększyć deficyt z 1,3% w 1997 r. do 1,5% w 1998 r. Oczekujemy znacznie niższego deficytu niż 1,5% PKB z następujących powodów:

(a) Inflacja będzie wyższa niż planowana z powodu większego, niż oczekiwany, wpływu liberalizacji cen gazu i energii oraz szybszej deprecjacji złotego (obecnie stopa pełzania wynosi 12,7% wobec 9,5% planowanej inflacji). Ostatnie komentarze ministrów Balcerowicza i Kropiwnickiego, że osiągnięcie celu jest nadal możliwe są raczej zbyt optymistyczne i mają na celu obniżenie oczekiwań inflacyjnych.

(b) Wzrost PKB może być nieznacznie wyższy niż przewidywane 5,6%. Obydwa czynniki (a i b) spowodują wyższy nominalny PKB oraz wyższe przychody z podatków pośrednich.

(c) Wydatki będą niższe, jeśli ustawa budżetowa nie zostanie zmieniona w ciągu roku. W celu wyjaśnienia, dlaczego wydatki będą niższe, spójrzmy na budżet w 1997 r. Zakładane w budżecie na 1997 r. stopy procentowe miały spaść o 3,5%, podczas gdy w rzeczywistości wzrosły o 4,5%. Pomimo tego niekorzystnego trendu wydatki budżetowe na obsługę długu krajowego były niższe niż planowano o 700 mln PLN. Ustawa budżetowa na 1998 r. przewiduje, że średnie stopy procentowe (14 dni repo) obniżą się z 22 – 23% w 1997 r. do 19,5 – 22,5% w 1998 r. Możemy założyć, że oprocentowanie bonów skarbowych (T-bill) również spadnie o 0,5 – 2,5%. Jednak z powodu napływu kapitału zagranicznego rentowność bonów skarbowych obniżyła się o 2,5% już w okresie styczeń – luty. Jeśli Ministerstwo Finansów oraz NBP podniosą płynność rynku obligacji, premia za niską płynność nie będzie wymagana przez nabywców obligacji, zaś ich rentowność powinna spaść jeszcze bardziej. Dlatego należy oczekiwać dużych oszczędności na obsłudze długu publicznego wynikających z dwóch faktów: zabezpieczenia stosowanego przez ministra finansów (patrz budżet na 1997 r.), które

zabezpiecza przed niespodziewanym wzrostem stóp procentowych; niższych stóp procentowych niż prognozowane w ustawie budżetowej.

Należy oczekiwać, że oficjalny deficyt budżetowy będzie raczej zbliżony do 0% w 1998 r. niż do planowanego 1,5%. Podstawowym wyzwaniem dla ministra Leszka Balcerowicza będzie oparcie się pokusie zmiany budżetu w ciągu 1998 r., w przypadku kiedy oszczędności zostaną zauważone przez innych członków rządu.

Ograniczenie budżetowe (na skonsolidowanej bazie fiskalnej) jest niezwykle istotne dla osiągnięcia stabilizacji zewnętrznej, co przedstawia następująca zależność makroekonomiczna:

$$\text{deficyt } CA = (G - T) + (I - S)$$

CA – rachunek obrotów bieżących

G – wydatki sektora publicznego

T – przychody sektora publicznego

(G - T) – skonsolidowany deficyt fiskalny

I – inwestycje prywatne

S – oszczędności prywatne

(I - S) – popyt sektora prywatnego na zewnętrzne finansowanie

Równanie powyższe wyjaśnia dlaczego deficyt na rachunku obrotów bieżących w 1997 r. był o 1,5 punktu procentowego niższy niż prognozowane na połowę 1997 r. 5% PKB. Był on niższy ponieważ deficyt budżetowy był niższy o 1,5 punktu procentowego PKB i wyniósł jedynie 1,3% w stosunku do planowanych 2,8%. Dlatego, jeśli deficyt oficjalny bliski jest 0% (podczas gdy skonsolidowany nadal będzie ujemny) nacisk sektora publicznego na rachunek obrotów bieżących będzie znacznie niższy w 1998 r. Jednak boom inwestycyjny nadal będzie się przyczyniał do wyższego deficytu, ponieważ oszczędności krajowe nie będą rosły tak szybko jak inwestycje w 1998 r.

4. 3. Reakcja władz monetarnych

W odpowiedzi na kryzys azjatycki NBP zmienił swoje prognozy, podnosząc planowaną podaż pieniądza z 17,6 – 20,6% do 21,6%. Bank centralny zmienił również swoją ocenę napływu kapitału w przyszłym roku. Obecnie oczekuje on wzrostu netto aktywów zagranicz-

nych o 1,6 mld USD, co oznacza wyższe rezerwy oficjalne brutto oraz wyższą podaż pieniądza. Taka sytuacja jest oczekiwana pomimo planowanego rozszerzenia pasma pełzania do +/- 15%, co ma na celu podniesienie ryzyka walutowego dla inwestorów portfelowych. Kryzys azjatycki spowodował asymetryczną politykę monetarną w 1998 r.

Równocześnie NBP będzie się starał zwiększyć atrakcyjność złotego dla rezydentów (gospodarstwa domowe i krajowe przedsiębiorstwa) poprzez wysokie realne stopy procentowe oraz zmniejszyć jego atrakcyjność dla nierezydentów (spekulanci portfelowi), podnosząc ryzyko walutowe.

Tabela 5. Prognoza NBP na 1998 r.

Wzrost: grudzień 1998 r. do grudnia 1997 r.

	Prognoza stara	Prognoza nowa
Aktywa		
Aktywa zagraniczne netto (mld USD)	-0,5	1,6
Kredyty dla rz ¹ du (mld PLN)	5,0	2,4
Kredyty dla sektora niefinansowego (mld PLN)	29,7	29,7
Pasywa		
Pieni ¹ dz krajowy (mld PLN)	26,6–31,9	30,5
Gotówka (mld PLN)	4,0	4,0
Depozyty z ¹ otowe (mld PLN)	22,6–27,9	26,9
Depozyty dewizowe (mld USD)	0,2	1,1
Podaż pieni ¹ dza (mld PLN)	30,4–35,7	37,9
Nominalna podaż pieni ¹ dza (%)	17,6–20,6	21,6
Realna podaż pieni ¹ dza (%)	7,4–10,1	11,1

Źródło: ING Barings, NBP

Decyzje w sprawie polityki kursu walutowego podejmuje wspólnie rząd oraz Rada Polityki Pieniężnej NBP (zgodnie z nową ustawą o NBP). Wydaje się, że istnieje szeroko pojęty konsensus co do konieczności dalszego poszerzenia pasma pełzania. Należy zgodzić się z takim poglądem, trudno się jednak zgodzić co do wpływu tej decyzji na zagranicznych inwestorów portfelowych. Jeśli

sentymenty rynkowe są silne oraz nastawione na aprecjację złotego, rozszerzenie pasma stwarza szansę raczej zysków niż większego ryzyka. Ponadto, jeśli NBP przestałby interwencji i pozwolił na aprecjację złotego, napływowi kapitału towarzyszyłby odpływ zrealizowanych zysków. Jeśli jednak złoty byłby utrzymywany przez NBP poniżej jego ceny rynkowej, kapitał nadal będzie napływał, napędzany przez różnicę w stopach procentowych lub stopy procentowe będą musiały ulec obniżeniu. Tak więc cel w postaci podaży pieniądza (już wysokiej) ponownie zostanie przestrelony, co w efekcie przyczyni się do wolniejszej dezinflacji.

Zachodzi również podstawowe pytanie: czy obecnie prowadzona przez NBP polityka monetarna i kursu walutowego tworzy spójną całość. Odpowiedź jest negatywna. Główna sprzeczność jest spowodowana faktem, że NBP w prowadzonej polityce próbuje jednocześnie osiągnąć dwa cele: stóp procentowych (cel operacyjny NBP) oraz kursu walutowego. Jeden z najważniejszych w makroekonomii modeli gospodarki otwartej, model Mundella-Fleminga, wskazuje, że bank centralny nie może wyznaczać stóp procentowych i kursu walutowego, jeśli zachodzi swoboda przepływu kapitału. Obecna polityka NBP zawiedzie, chyba że pozwoli się na aprecjację złotego, spadek stóp procentowych lub zostaną wprowadzone ograniczenia w przepływach kapitału (co może być uczynione poprzez obowiązkowe depozyty lub odroczone uwolnienie zysków z inwestycji portfelowych). Szybkie obniżenie stóp procentowych może przyczynić się do odwrócenia pozytywnego trendu kredytów dla sektora finansowego i oszczędności. Ograniczenia w przepływie kapitału powodują zniekształcenia (alokacja kapitału staje się suboptymalna) i raczej opóźniają niż eliminują zagrożenie. Aprecjacja złotego wydaje się zatem najlepszym rozwiązaniem, szczególnie po tym jak złoty deprecjonował w ujęciu realnym w 1997 r.

4. 4. Czy Chile jest dobrym przykładem dla polskich władz monetarnych i fiskalnych?

Wydaje się, że władze fiskalne i monetarne, impli- cte, próbują naśladować uznany za udany model chilijski. W okresie szybkiego wzrostu i stopniowej dezinfla-

cji, Chile utrzymywało znaczące ograniczenia obrotów kapitałowych. Dostęp do rynku krajowego jest ograniczony dla inwestorów zagranicznych. Wszelkie pożyczki zagraniczne wymagają 30% rezerwy utrzymywanej w banku centralnym i nie przynoszącej odsetek. Pożyczki zagraniczne muszą być obsługiwane przez uprawnione banki, repatriacja jest ściśle regulowana. Reżim kursu walutowego w Chile jest bardzo podobny do obowiązującego w Polsce. Peso jest związane z koszykiem trzech walut (USD, DEM, Yen) i podlega dewaluacji poprzez mechanizm zaczepu pełzającego w stosunku do różnicy pomiędzy inflacją w Chile i w krajach, których waluty tworzą koszyk walutowy. Kurs rynkowy może ulegać wahaniom w przedziale +/- 12,5% wokół parytetu centralnego. Również reforma systemu ubezpieczeń społecznych w Polsce – do pewnego stopnia – będzie odwzorowaniem reformy w Chile.

region ten przypada 37% światowej konsumpcji. Cena miedzi spadła o 35% w 1997 r., podczas gdy miedź stanowi ponad 40% wartości eksportu chilijskiego. Równocześnie bank centralny obniżył stopy procentowe dalej zaburzając stabilność waluty. W rezultacie doprowadziło to do wystąpienia presji deprecyjnej oraz interwencji banku centralnego na rynku walutowym. Ciasna polityka fiskalna i monetarna (nadwyżka budżetowa i wysokie realne stopy procentowe) nie gwarantują stabilności waluty, jeśli zewnętrzne warunki okażą się bardzo niekorzystne. Wnioski dla Polski są następujące: jeśli kraj jest nadmiernie uzależniony od jednego rodzaju lub jednego kierunku eksportu jego waluta może zostać zaatakowana, nawet jeśli polityka krajowa jest bardzo wiarygodna. W przypadku Polski np. recesja w UE lub Niemczech (które są odpowiednio odbiorcami $\frac{2}{3}$ i $\frac{1}{3}$ polskiego eksportu) mogłaby doprowadzić do podobnej presji na naszą walutę.

Tabela 6. Chile: podstawowe wskaźniki makroekonomiczne

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 prognoza	1999 prognoza	2000 prognoza
Realny PKB (%YoY)	11,0	6,3	4,2	8,5	7,2	6,3	6,5	6,6	6,7
Konsumpcja prywatna (%YoY)	11,6	8,1	4,4	11,7	8,8	7,0	6,0	6,5	7,0
Inwestycje prywatne (%YoY)	26,0	17,7	3,5	12,1	11,6	10,0	9,5	11,0	11,5
PKB na mieszkańca (USD)	3157,0	3316,0	3729,0	4739,0	4993,0	5229,0	5700,0	6021,0	6329,0
Oszczędności krajowe brutto (%PKB)	24,8	23,3	25,7	25,2	22,3	25,0	24,6	24,8	25,0
CPI (%YoY)	12,7	12,2	8,9	8,2	6,6	6,0	4,8	4,5	4,2
3-miesięczne realne stopy procentowe		6,5	6,1	6,9	7,3	6,5	6,0	5,8	5,6
Płace (nominalne %YoY)	18,0	14,0	14,6	13,7	9,5	9,0	8,5	8,3	8,0
Deficyt budżetowy (%PKB)	2,0	1,5	1,5	1,3	2,0	1,5	1,5	1,5	1,4
Rachunek obrotów bieżących (%PKB)	-1,6	-4,5	-1,2	0,2	-4,1	-3,4	-4,8	-4,2	-4,0
Zabezpieczenie importu (miesiące)	12,0	11,3	14,4	11,5	10,8	11,9	11,2	10,5	9,6

Źródło: ING Barings

Powyższa tabela sugeruje, że Chile jest przykładem sukcesu gospodarczego. Ostatnio jednak również Chile doświadcza pewnych zaburzeń. Kryzys azjatycki doprowadził do spadku popytu na miedź, ponieważ na

4. 5. Zmiana sentymentów inwestorów zagranicznych (prawdopodobnie najważniejszy efekt kryzysu azjatyckiego)

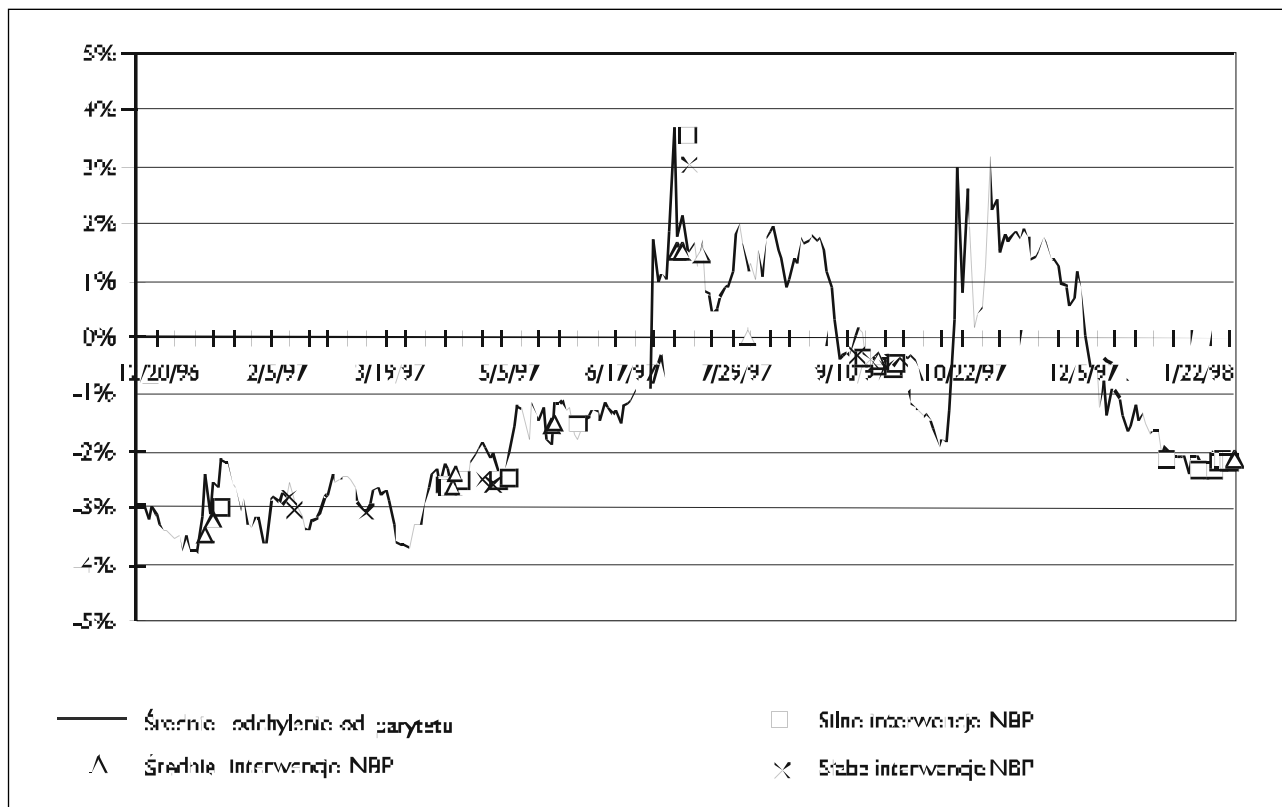
Wydaje się, że kryzys azjatycki wywrze presję na polskiego złotego w 1998 r., ale w kierunku przeciwnym niż przewidywało wielu analityków. Lepsze niż oczekiwano polskie wyniki gospodarcze w 1997 r. (szybszy wzrost gospodarczy, niższy deficyt na rachunku obrotów bieżących oraz niższy deficyt budżetowy) połączone z kryzysem walutowym w Azji spowodowały zwiększone zainteresowanie Polską gospodarką. Wiele banków inwestycyjnych oraz funduszy o wysokiej stopie zwrotu uważa Polskę za główny cel inwestycyjny spośród rynków wschodzących w 1998 r. Należy oczekiwać dużego napływu kapitału portfelowego w 1998 r., napędzanego wysokimi nominalnymi stopami procentowymi oraz obniżeniem stopy pełzania, która w chwili obecnej wynosi 12,7% w stosunku rocznym, a oczekiwane jest jej obniżenie do 10% rocznie. Równocześnie oczekuje się przyspieszenia tempa prywatyzacji, co wzmocni już teraz duży napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Napływ kapitału zagranicznego spowoduje większy od oczekiwanego wzrost rezerw walutowych oraz wywoła presję aprecjacji złotego. Scenariusz taki stawia poważne wyzwanie przed NBP, ponieważ bank centralny za-

mierza ograniczyć napływ zagranicznego kapitału portfelowego poprzez większą aktywność na rynku walutowym (patrz powyżej). Zwiększenie ryzyka walutowego ma zostać osiągnięte dzięki poszerzeniu pasma pełzania z obecnych +/- 7% do +/- 15%. Jeśli jednak wystąpi silny trend w kierunku umocnienia złotego, NBP może mieć trudności w zwiększaniu ryzyka na rynku walutowym. Było to bardzo dobrze widoczne w styczniu 1998 r., kiedy NBP interweniował na rynku i skupił dolary broniąc 2,15% i 2,5% odchylenia od parytetu. Interwencje kontynuowano w lutym (patrz tabela 7) skupując 600 mln dolarów i powiększając podaż pieniądza w lutym o ponad 2 mld PLN.

4. 6. Wpływ na gospodarkę realną: wzrost gospodarczy i handel zagraniczny

Bank Światowy opublikował swoją ocenę wpływu kryzysu azjatyckiego na światowy PKB. Wzrost światowego PKB jest prognozowany na 2,6% w 1998 r., przed kryzysem wzrost szacowano na 3,1%. Wzrost w krajach Azji objętych kryzysem będzie wynosił 0,3% w porównaniu do oczekiwanych wcześniej 7%. Wpływ na kraje Europy Centralnej będzie niewielki i obniży wzrost gospodarczy jedynie o 0,2%.

Tabela 7. Odchylenie od parytetu, interwencje



4. 6. 1. Ocena wpływu kryzysu azjatyckiego na polski handel zagraniczny

Polski handel zagraniczny może zostać dotknięty przez azjatycki kryzys walutowy w następujący sposób:

(a) Dewaluacja i ograniczenie płynności w Azji doprowadzi do ostrego spadku popytu krajowego w krajach azjatyckich, co może również wpłynąć na popyt na polski eksport.

(b) Eksporterzy azjatyccy mogą próbować zwiększyć sprzedaż na rynku polskim.

(c) Przedsiębiorstwa azjatyckie, które borykają się z problemami spłaty swoich długów zagranicznych i nie są w stanie zwiększyć sprzedaży krajowej, będą próbowały zbyć swoje produkty na rynkach międzynarodowych, co wpłynie na obniżkę cen.

(d) Importerzy z UE, którzy są odbiorcami 2/3 polskiego eksportu, mogą zainteresować się tańszym obecnie eksportem z Azji.

Tabela 8 pokazuje, że eksport do krajów Azji objętych kryzysem stanowił w okresie od stycznia do października 1997 r. tylko 1,3% całkowitego eksportu Polski. Udział ten spadł z 1,7% w 1996 r. (tabela 9). Niższy popyt azjatycki nie będzie miał dużego wpływu bezpośredniego na polski eksport na poziomie wartości zagregowanych. Jeśli kryzys zostanie utrzymany w granicach regionu, tak jak przewiduje to scenariusz MFW dla 1998 r., wzrost PKB w UE osiągnie 2,6 - 2,7% w przeciwieństwie do prognozowanych przed kryzysem 2,8 - 2,9%, podczas gdy popyt na import wzrośnie o 4,4 - 4,6%. Jednakże, z powodu dużych dewaluacji eksport azjatycki stał się bardziej konkurencyjny i możemy również obserwować efekt substytucyjny na rynku UE, ponieważ zachodnioeuropejscy importerzy mogą zainteresować się tańszym obecnie importem z Azji. Niemożliwe jest jednak oszacowanie znaczenia efektu substytucyjnego zarówno na poziomie zagregowanym, jak i dla sektorów. Podczas gdy wydaje się, że poszczególne polskie przedsiębiorstwa mogą ucierpieć, to przeciętnie negatywny efekt substytucyjny może zostać zrównoważony przez pozytywny efekt dochodowy, ponieważ silniejszy wzrost PKB prowadzić będzie do wzrostu popytu na import w krajach UE. Ponadto, znacząca większość polskiego i azjatyckiego eksportu bezpośrednio nie konkuruje ze sobą na rynku UE.

Tabela 8. Rejestrowany handel zagraniczny w Polsce, styczeń – październik 1997 r.

	Eksport		Import	
	(mln USD)	%	(mln USD)	%
Ogółem	21575,6	100,0	34046,9	100,0
UE	14161,9	65,6	21767,7	63,9
CEFTA	1400,6	6,5	2123,7	6,2
Rosja	1669,5	7,7	2178,1	6,4
Kraje Azji objęte kryzysem	269,8	1,3	1182,6	3,5
Filipiny	27,7	0,1	29,2	0,1
Indonezja	33,6	0,2	158,0	0,5
Korea Płd.	78,4	0,4	786,3	2,3
Malezja	51,3	0,2	119,4	0,4
Tajlandia	78,8	0,4	89,7	0,3
Inne kraje Azji	313,6	1,5	1925,4	5,7
Japonia	49,5	0,2	566,9	1,7
Chiny	19,8	0,1	723,2	2,1
Indie	43,8	0,2	117,5	0,3
Hong Kong	17,4	0,1	53,2	0,2
Singapur	48,9	0,2	129,2	0,4
Tajwan	134,2	0,6	335,4	1,0

Źródło: ING Barings, GUS

Tabela 9. Rejestrowany handel zagraniczny w Polsce, styczeń – październik 1996 r.

	Eksport (mln USD)	%	Import (mln USD)	%
Ogółem	24440,0	100,0	37136,7	100,0
UE	16195,6	66,3	23738	63,9
CEFTA	1480,8	6,1	2160,5	5,8
Rosja	1653,8	6,8	1653,8	4,5
Kraje Azji objęte kryzysem	406,9	1,7	1093	2,9
Filipiny	37,5	0,2	22	0,1
Indonezja	41,5	0,2	166,9	0,4
Korea Płd.	121,6	0,5	665,4	1,8
Malezja	61,1	0,3	137,1	0,4
Tajlandia	145,2	0,6	101,6	0,3
Inne kraje Azji	387,8	1,6	2067,5	5,6
Japonia	52,1	0,2	604,8	1,6
Chiny	33,7	0,1	734,8	2,0
Indie	51,4	0,2	139,9	0,4
Hong Kong	43,6	0,2	92,1	0,2
Singapur	58,4	0,2	164,6	0,4
Tajwan	148,6	0,6	331,3	0,9

Źródło: ING Barings, GUS

Polski eksport do Azji zdominowany jest przez niskoprotworzone produkty przemysłowe (7%), chemikalia oraz produkty pokrewne (6%), przy czym udział ostatniej kategorii w ujęciu dolarowym jest znacznie mniejszy (tabela 10). Kraje Azji objęte kryzysem były odpowiednio odbiorcami 4.2% oraz 2.6% eksportu w 1996 r. Obniżenie się po-

Tabela 10. Struktura polskiego eksportu do krajów Azji, styczeń – grudzień 1996 r., w mln USD

Klasyfikacja SITC	Eksport ogółem (1)	Azja objęta kryzysem (2)	% ogółem (2):(1)	Inne kraje Azji (3)	% ogółem (3):(1)
Żywność i zwierzęta żywe	2460,0	12,438	0,5	8,47	0,3
Napoje i tytoń	131,0	0,004	0,0	0,702	0,5
Surowce niejadalne z wyjątkiem paliw	825,0	16,44	2,0	14,703	1,8
Paliwa mineralne, smary i materiały pochodne	1675,0	0,0	0,0	0,381	0,0
Oleje, tłuszcze i woski roślinne i zwierzęce	38,4	0,0	0,0	0,001	0,0
Chemikalia i produkty pokrewne	1887,0	48,99	2,6	64,825	3,4
Towary przemysłowe	6316,0	262,155	4,2	174,8	2,8
Maszyny, urządzenia i sprzęt transportowy	5719,0	64,549	1,1	100,054	1,7
Pozostałe wyroby przemysłowe	5379,0	2,121	0,0	23,802	0,4

Azja objęta kryzysem: Filipiny, Indonezja, Korea Płd., Malezja i Tajlandia. Inne kraje Azji: Japonia, Chiny, Indie, Hong Kong, Singapur i Tajwan.
Źródło: ING Barings, GUS

Tabela 11. Polskie sektory eksportowe narażone na wpływ kryzysu azjatyckiego, styczeń – grudzień 1996 r., w mln USD

Eksport do:	Azja objęta kryzysem (1)	Inne kraje Azji (2)	Eksport ogółem (3)	Azja jako % eksportu ogółem (1+2):(3)
Klasyfikacja SITC grupa 5				
Związki organiczne i nieorganiczne	30,261	46,499	150,159	51,1
Nawozy	8,085	0,0	303,789	2,7
Środki odkażające	2,913	0,0	9,068	32,1
SITC grupa 6				
Wyroby ze szkła	0,114	5,648	189,543	3,0
Półwyroby z żelaza i stali	103,751	43,981	241,57	61,2
Wyroby walcowane płasko z żelaza i stali	17,224	7,581	154,833	16,0
Żelazne i stalowe sztaby, pręty, kątowniki, kształtowniki	82,956	49,328	493,609	26,8
Żelazne i stalowe druty	13,884	13,066	41,955	64,2
Srebro, platyna	32,447	3,3	151,568	23,6
SITC grupa 7				
Silniki spalinowe tłokowe i ich części	4,18	13,194	152,182	11,4
Urządzenia elektryczne wirujące	8,854	3,617	105,095	11,9
Ciągniki	5,639	0,0	67,951	8,3
Maszyny i urządzenia budownictwa wodnego i lądowego	8,455	2,423	165,44	6,6
Maszyny dla przemysłu papierniczego	0,521	20,858	37,97	56,3
Lampy elektronowe, urządzenia półprzewodnikowe	1,031	14,017	201,707	7,5
Pojazdy powietrzne i związane z nimi urządzenia	13,491	1,599	84,878	17,8

Źródło: ING Barings, GUS

pytu krajowego w krajach Azji może być odczuwalne dla polskich eksporterów w tych dwóch sektorach.

Tabela 11 pokazuje, które z sektorów eksportowych mogą być narażone na wpływ kryzysu azjatyckiego. Oczekuje się, że spadek popytu krajowego w Azji przede wszystkim wpłynie na inwestycje w związku z ostrymi restrykcjami nałożonymi na te gospodarki przez MFW oraz ograniczeniami finansowymi. Najbardziej narażonym polskim sektorem są nisko przetworzone produkty metalowe. Na rynek azjatycki przypadało 61,2% polskiego eksportu półproduktów z żelaza i stali, kierowanych przede wszystkim do Tajlandii, Malezji, Filipin, Korei Południowej; eksport ów osiągnął wartość 100 mln dolarów. Do Azji eksportowane są również inne wyroby stalowe: płasko walcowane wyroby żelazne i stalowe (16%), żelazne i stalowe sztaby, pręty, kątowniki i kształtowniki (26,8%), żelazne i stalowe druty (64,2%). Sektor stalowy boryka się również z ostrą konkurencją ze strony subsydiowanych producentów stali z UE. Inne sektory, które mogą ucierpieć na skutek kryzysu azjatyckiego to: przemysł związków organicznych i nieorganicznych, produkcja kwasów nukleinowych (51% udziału eksportu do Azji w całkowitym eksporcie) oraz urządzenia i maszyny dla przemysłu papierniczego (56,3%).

Kraje Azji objęte kryzysem dostarczyły 3,5% polskiego importu w okresie od stycznia do października 1997 r. Dlatego, jeśli kryzys nie rozprzestrzeni się na inne kraje regionu wpływ na polski import ogółem będzie bardzo ograniczony. Jednakże dostawy ze wszystkich krajów azjatyckich

objętych analizą stanowiły prawie 10% polskiego importu. Gdyby Chiny zdecydowały się na dewaluację (władze chińskie zaprzeczają, że mają plany dewaluacyjne na 1998 r.), to mogłaby ona uruchomić spiralę dewaluacyjną w innych krajach regionu, co mogłoby mieć wpływ na rynek polski. Udział importu z krajów azjatyckich wzrósłby, co stworzyłoby presję na przedsiębiorstwa krajowe. Jak do tej pory scenariusz taki wydaje się mało prawdopodobny. Ponadto, przedsiębiorstwa w krajach Azji objętych kryzysem borykają się z poważnymi ograniczeniami finansowymi i trudno będzie im importować towary i komponenty potrzebne do utrzymania dotychczasowego poziomu produkcji. Załamanie krajowego systemu bankowego spowodowało, że krajom tym trudno będzie uzyskać kredyty eksportowe na podtrzymanie wzrostu eksportu. Obawy, że przedsiębiorstwa azjatyckie będą próbowały eksportować pomimo problemów zadłużenia wydają się przesadzone, przynajmniej w krótkim okresie.

Na polski import z Azji składają się przede wszystkim urządzenia i sprzęt transportowy, wyniósł on 680 mln USD z krajów objętych kryzysem oraz 1.050 mln USD z pozostałych krajów Azji, co łącznie stanowiło 14,1% polskiego importu w tej grupie SITC. Udział producentów azjatyckich w polskim imporcie różnych wyrobów przemysłowych był nawet większy i wyniósł 18,8%. W ujęciu dolarowym import ten nie był tak wysoki i wyniósł 650 mln USD (głównie nisko przetworzone produkty importowane z Chin o wartości 360 mln USD).

Tabela 12. Struktura polskiego importu z Azji, styczeń – grudzień 1996 r., w mln USD

Klasyfikacja SITC	Import ogółem (1)	Import z Azji z objętej kryzysem (2)	% importu ogółem (2):(1)	Import z innych krajów Azji (3)	% importu ogółem (3):(1)
Wyroby zwierzęta żywe	3143,0	82,979	2,6	85,585	2,7
Napoje i tytoń	249,4	2,583	1,0	3,034	1,2
Surowce niejadalne z wyjątkiem paliw	1737,0	48,393	2,8	64,297	3,7
Paliwa mineralne, smary i materiały pochodne	3389,0	0,0	0,0	3,337	0,1
Oleje, tłuszcze i woski roślinne i zwierzęce	215,9	20,893	9,7	1,862	0,9
Chemikalia i produkty pokrewne	5120,0	37,213	0,7	122,182	2,4
Towary przemysłowe	7455,0	126,25	1,7	208,03	2,8
Maszyny, urządzenia i sprzęt transportowy	12272,0	679,508	5,5	1051,558	8,6
Różne wyroby przemysłowe	3435,0	95,066	2,8	550,049	16,0

Źródło: ING Barings, GUS

Tabela 13 pokazuje, którzy z polskich producentów mogą odczuć presję związaną ze wzrostem konkurencyjności cenowej eksporterów azjatyckich. Około 91% polskiego importu odbiorników radiowych pochodziło z Azji – największym eksporterem była Malezja. Również 75% importu sprzętu audio-wizualnego pochodziło z Azji, chociaż znacznie mniejsza jego część z krajów

objętych kryzysem. Ilościowo sektor komputerowy i samochodów osobowych jest najbardziej narażony na wpływ kryzysu azjatyckiego. Przedsiębiorstwa krajowe zajmujące się składaniem komputerów z części importowanych z krajów Azji objętych kryzysem mogą skorzystać, ponieważ nie ma w Polsce producentów oryginalnych komputerów. Presja może wystąpić w przypadku

Tabela 13. Polskie sektory importowe narażone na wpływ kryzysu azjatyckiego, styczeń – grudzień 1996 r., w mln USD

Import z:	Azja objęta kryzysem (1)	Inne kraje Azji (2)	Ogółem (3)	Azja jako % importu ogółem (1+2):(3)
SITC grupa 6				
Opony i dętki z kauczuku	4,775	3,255	107,696	7,5
Papier i tektura cięte	12,903	2,588	345,815	4,5
Przędza włókiennicza	10,315	20,729	247,456	12,5
Tkaniny z włókien chemicznych	59,649	27,85	681,51	12,8
Szkło	0,685	17,605	179,491	10,2
Wyroby ceramiczne	0,697	3,033	9,315	40,0
Gwoździe, wkręty, nakrętki, śruby	0,923	7,096	78,042	10,3
Narzędzia ręczne i maszynowe	0,68	26,758	124,412	22,1
Wyroby nożownicze	3,038	7,108	36,152	28,1
SITC grupa 7				
Spalinowe silniki tłokowe i ich części	44,946	18,336	447,165	14,2
Maszyny włókiennicze i do obróbki skóry	2,568	29,061	223,553	14,1
Obrabiarki do usuwania nadmiaru metalu	5,149	4,563	94,427	10,3
Mechaniczne urządzenia podnośnikowe	5,504	6,237	215,473	5,4
Maszyny biurowe	17,689	33,152	114,588	44,4
Maszyny i urządzenia do automatycznego	100,473	242,303	790,475	43,4
Akcesoria maszyn biurowych i komputerów	4,179	114,204	215,653	54,9
Odbiorniki radiowe	47,78	67,64	126,337	91,4
Urządzenia do rejestracji lub odtwarzania	7,511	39,707	62,48	75,6
Sprzęt telekomunikacyjny	47,285	100,432	804,37	18,4
Sprzęt gospodarstwa domowego	17,476	31,506	378,312	12,9
Lampy elektronowe, urządzenia	52,663	52,662	367,227	28,7
Pojazdy mechaniczne osobowe	39,989	38,968	920,213	8,6
Pojazdy mechaniczne ciężarowe	3,963	7,465	165,682	6,9
Części i akcesoria do pojazdów	200,928	12,511	1262,535	16,9
Motocykle i rowery	0,792	52,473	112,579	47,3
SITC grupa 8				
Artykuły podróżne (walizki itp)	2,085	23,992	33,808	77,1
Odzież z tkanin dla mężczyzn i chłopców	7,977	40,093	117,212	41,0
Odzież z tkanin dla kobiet i dziewcząt	6,423	12,574	59,256	32,1
Obuwie	12,35	86,404	216,891	45,5
Zegary i zegarki	3,203	21,047	41,497	58,4
Wózki dziecięce, zabawki i gry	5,477	108,017	201,94	56,2

Źródło: ING Barings, GUS

szybko rozwijającego się w Polsce rynku samochodowego. Olbrzymie polskie montownie zaimportowały w 1996 r. części samochodowe o wartości 1,3 mld USD, import tylko z Korei Południowej (przede wszystkim Daewoo) wyniósł 200 mln USD. Europejscy producenci samochodów mogą spotkać się w 1998 r. z konkurencją ze strony Daewoo na polskim rynku samochodowym. Nieznane są również szczegóły kontraktu GM-Daewoo, trudno jest więc ocenić, jak porozumienie to wpłynie na strategię obydwu koncernów w Polsce.

Polska importuje także znaczące ilości tekstyliów, odzieży oraz obuwia z Azji. Większość produktów pochodzi jednak z Chin, w których nie przewiduje się dewaluacji w 1998 r. Nawet jeśli taka dewaluacja miałaby miejsce, napływ tych produktów na polski rynek nie byłby duży. Istnieje ogólnie przyjęta praktyka zaniżania wartości tego importu, a koszty produkcji stanowią tylko niewielką część ceny końcowej na polskim rynku (w przypadku obuwia zwykle nie przekraczają one 5%). Praktyki takie zmuszą zapewne Ministerstwo Gospodarki do podjęcia postępowania antidumpingowego, które może doprowadzić do wprowadzenia kwot importowych na obuwie importowane z Chin.

4. 6. 2. Wyższy deficyt handlowy z Niemcami

Penetracja rynku polskiego przez niemieckich eksporterów może się zwiększyć w 1998 r. W 1997 r. polski import z Niemiec (największy partner handlowy Polski) osiągnął 20 mld DEM (wzrost o 20% w stosunku do 1996 r.), podczas gdy eksport wyniósł 13,6 mld DEM (wzrost o 12%), co w efekcie dało 6,4 mld DEM deficytu handlowego. Polska stała się najważniejszym niemieckim partnerem handlowym w Europie Centralnej i Wschodniej. Skoro niemieccy eksporterzy ucierpią z powodu dużego spadku popytu w krajach azjatyckich w tym roku, to mogą oni próbować skompensować straty zwiększając sprzedaż do krajów Europy Wschodniej. Oczekiwany wzrost

popytu na niemiecki import może nie być wystarczająco silny, aby zrównoważyć wzrost niemieckiego eksportu, co może prowadzić do jeszcze większego deficytu handlowego z Niemcami w 1998 r. Taki scenariusz może się nie sprawdzić, jeśli wartość dolara w stosunku do marki niemieckiej ulegnie (jak się oczekuje) znacznemu osłabieniu w 1998 roku.

5. Wnioski

Wydaje się, że gospodarka polska w wymiarze realnym nie zostanie dotknięta skutkami kryzysu azjatyckiego. Najsilniejszy wpływ będzie odczuwalny na rynkach finansowych, ponieważ kryzys azjatycki spowodował wzrost zainteresowania zagranicznych inwestorów portfelowych polskim rynkiem. Sytuacja taka wymusza znaczące zmiany w polityce makroekonomicznej. Ministerstwo Finansów starać się będzie osiągnąć (prawie) zrównoważony budżet w 1998 r., równocześnie stając przed wyzwaniem napiętego budżetu skonsolidowanego. Bank centralny będzie zmuszony do zmiany swojej niespójnej polityki pieniężnej pozwalając na obniżkę stóp procentowych lub aprecjację kursu walutowego. Innym rozwiązaniem będzie ograniczenie napływu kapitału partfelowego. Wydaje się, że rok 1998 będzie najtrudniejszym od 1990 r., jeśli chodzi o decyzje dotyczące kierunku polityki monetarnej.

* Autor jest głównym ekonomistą w ING Barings, Oddział w Warszawie

KONSEKWENCJE KRYZYSU W AZJI WSCHODNIEJ DLA POLSKI

*Maciej Krzak**

Kryzys w Azji Wschodniej (Tajlandii, Korei Płd., Malezji, Indonezji) unaoczniał siłę współzależności gospodarczych między różnymi regionami i krajami świata. Stawiane są pytania o jego przyczyny, skutki dla gospodarki światowej i zastosowaną terapię, a w tym rolę Międzynarodowego Funduszu Walutowego. W tym kontekście ponownie dyskutowana jest kwestia stworzenia systemu wskaźników wczesnego ostrzegania przed podobnymi kryzysami, którą po raz pierwszy podjęto po kryzysie meksykańskim. Czy uzasadniony jest strach przed jego rozprzestrzenieniem się i przetrzuceniem na inne nowopowstałe rynki: Amerykę Łacińską i Europę Centralną i Wschodnią? Przyczyn kryzysów jest wiele, ale objawiły się one z całą siłą przede wszystkim jako kryzysy walutowe. Czy również takie ataki grożą innym krajom?

W tekście tym próbuję udzielić odpowiedzi na pytanie jedynie o skutki kryzysu i tylko w odniesieniu do Polski. Jak dotąd kryzys nie miał widocznego wpływu na gospodarkę światową, w tym i gospodarkę Polski. Podejmuję więc jawnie spekulatywną tematykę spodziewanego wpływu kryzysu azjatyckiego na PKB (tempo wzrostu), inflację, kurs walutowy złotego i bilans płatniczy. Rozważania te należą do ekonomii pozytywnej. Porządek tekstu jest następujący: po wstępie omawiam przyjętą metodologię i podejmuję analizę modelową. W następnym punkcie opisuję rozpatrywane scenariusze rozwoju wydarzeń. W punkcie 3 rozpatruję skutki kryzysu azjatyckiego dla Polski w ujęciu scenariuszowym. Tekst kończy podsumowanie rozważań..

1. Analiza modelowa

Kryzys w Azji Wschodniej (AW) nie wymaga budowy nowego modelu teoretycznego i jego skutki można opisać korzystając z dotychczasowego dorobku makroekonomii. Do tego celu służy model małej gospodarki otwartej ze stałym kursem realnym i niepełną mobilnością kapitału między krajem a zagranicą. Jego pierwowzorem jest klasyczny już dziś model Mundella-Fleminga [McCallum, 1996].

Model analizowany w tekście ma uchwycić jednocześnie najważniejsze skutki kryzysu, który definiują trzy cechy. Po pierwsze, kryzys w AW jest niekorzystnym szokiem popytowym; reszta świata (RS), w tym i Polska doświadcza autonomicznego spadku eksportu. Kryzys azjatycki bowiem oznacza znaczny spadek tempa wzrostu PKB w tym regionie, a więc jego importu z reszty świata, a zatem, *ceteris paribus*, tendencje spadkowe PKB w RS, czyli także w Polsce. Polska jako mała, otwarta gospodarka w RS przyjmuje światowe ceny i stopy procentowe jako dane. Wzrost gospodarczy w Polsce nie ma wpływu na wzrost w RS. W równaniu opisującym zależność polskiego PKB od składników popytowych, eksport zależy od PKB reszty świata oraz realnego kursu walutowego. Kryzys azjatycki wywiera zatem wpływ na saldo rachunku bieżącego.

Po drugie, kryzys azjatycki oddziałuje nie tylko na elementy bilansu bieżącego, ale także na bilans kapitałowy. Można postawić hipotezę, że wpływa on na przewarżenie ryzyka inwestycji na rynkach wschodzących, do których zalicza się także Polskę. Formalnie

w modelu oznacza to zmianę premii za ryzyko. Można teoretycznie wyróżnić premię za niepewność związaną z oczekiwaniami zmian kursu walutowego oraz quasi-polityczną premię związaną z ryzykiem wprowadzenia kontroli przepływu kapitałów [Claasen, 1996]. Upraszczam jednak sytuację i drugą z nich łączę z pierwszą. Zmiany premii za ryzyko zależą zatem od zmian krajowej stopy procentowej, stopy procentowej w RS i zmian oczekiwań deprecjacji waluty krajowej. W modelu zatem uwzględnia się fakt, że inwestorów inwestujących w aktywa finansowe cechuje awersja do ryzyka. W równaniu bilansu płatniczego, które zresztą wprowadza dynamikę do modelu, mamy egzogeniczną rewizję oczekiwań przyszłego kursu walutowego złotego. Oczekiwanie co do przyszłego kursu walutowego są więc traktowane jako zmienna egzogeniczna, tak jak stopa procentowa zagranicą. Uproszczenie to jest słabością modelu.

Po trzecie, kryzysowi azjatyckiemu towarzyszy spadek cen ropy naftowej i innych surowców. Nie jest do końca jasne, na ile spadek popytu w AW przyczynił się

lansu płatniczego, gdyż obejmuje wszystkie interesujące nas współzależności. Rozwiązanie modelu i analiza współzależności teoretycznych, pozwala odpowiedzieć na pytanie, który efekt – popytowy czy podażowy – przeważa przy danych wartościach parametrów. Wtedy można określić znaki zmian salda na rachunku bieżącym i wzrostu PKB.

Model ten można zredukować do modelu zagregowanego popytu i zagregowanej podaży w wersji dynamicznej, czyli z inflacją i tempem zmian PKB jako zmiennymi endogenicznymi. Jakościowe rezultaty zastosowania modelu do zbadania skutków kryzysu azjatyckiego pokazuje tabela 1. Kryzys przynosi jednoznaczny pozytywny efekt niższej inflacji (*ceteris paribus*). Natomiast, skutki dla wzrostu PKB, kursu walutowego i bilansu na rachunku bieżącym są niejednoznaczne. Pomijając skutki szoku podażowego, jeżeli efekt kapitałowy przeważa nad efektem bilansu handlowego, to waluta aprecjuje, pogarsza się zatem bilans bieżący, spada bowiem eksport.

Tabela 1. Wpływ kryzysu azjatyckiego na PKB, inflację i saldo na rachunku bieżącym Polski

	ujemny szok popytowy (DAD wyżej)	korzystny szok podażowy (DAS niżej)	zmiana premii za ryzyko	efekt łączny
wzrost PKB	–	+	?	?
inflacja	–	–	–	–
realny kurs walutowy*	+	–	–	?
saldo na rachunku bieżącym	–	+	–	?

* Relatywna cena obcego dobra w jednostkach krajowego dobra, czyli minus oznacza aprecjację.

do spadku cen surowców. Inne czynniki to łagodna zima oraz nadprodukcja ropy naftowej w krajach OPEC w relacji do zamierzeń kartelu. W związku z tą niejednoznacznością, traktuję jako opcję możliwość jednoczesnego ujęcia kryzysu azjatyckiego jako korzystnego szoku podażowego. W krajach importujących ropę wywołuje to wzrostową tendencję eksportu, *ceteris paribus*, głównie do krajów eksportujących ropę naftową.

Model [Scarth, 1988 czy Krugman i Obstfeld, 1996] jest dynamiczny i nadaje się do jednoczesnej analizy skutków kryzysu dla PKB, inflacji, kursu walutowego i bi-

Równanie, które jest najistotniejsze w modelu, wygląda następująco:

$$d/dt R(t) = X(Y^*, E) - E M(Y, E) + KA(i - i^* - Ee)$$

w skrócie:

$$d/dt R(t) = CA(Y, Y^*, E) + KA(rp)$$

gdzie:

$$CA = CA(Y, Y^*, eP^*/P) = X(Y^*, E) - E M(Y, E)$$

KA – bilans kapitałowy

CA – bilans bieżący

Y – PKB Polski

Y* – PKB reszty świata

$E = eP^*/P$ – realny kurs walutowy
(ceny znormalizowano $P = P^* = 1$)

$rp = i - i^* - Ee$ – premia za ryzyko

i – krajowa stopa procentowa

i^* – stopa procentowa w świecie

Ee – oczekiwana stopa deprecjacji waluty krajowej

R – rezerwy walutowe banku centralnego

dR/dt – zmiana rezerw dewizowych.

Próba estymacji parametrów takiego modelu dla Polski z braku odpowiednich danych i z powodu krótkich szeregów czasowych (tylko z lat 90.) jest niemożliwa. Model nie rozróżnia też skali skutków kryzysu azjatyckiego. Te trzeba mu narzucić. W celu konkretniejszego ujęcia i bliższego rzeczywistości rozpatruję dalej dwa scenariusze rozwoju wydarzeń.

2. Scenariusze

Są to: scenariusz ograniczonego kryzysu oraz scenariusz katastroficznego zwany także scenariuszem krachu.

2.1. Scenariusz ograniczonego kryzysu

Scenariusz ograniczonego kryzysu zgodnie z nazwą zakłada, że kryzys nie wymknie się poza region Azji Wschodniej (AW). W scenariuszu tym przyjmuje się za dobrą monetę prognozy tempa wzrostu w gospodarce światowej, w których przewiduje się lekki spadek tempa wzrostu PKB w odniesieniu do prognoz sprzed kryzysu. Powodem jest głównie osłabienie tempa wzrostu eksportu do AW. Prognozy te są naturalnie obciążone znaczną niepew-

nością, niemniej konstruuje się je na podstawie dużych modeli makroekonomicznych opisujących współzależności w gospodarce światowej; są to: QUEST II (UE), INTERLINK (MFW) i MULTIMOD (OECD)¹. Dynamika każdego kryzysu jest szybka i kolejne wydarzenia dezaktualizują wcześniejsze prognozy, stąd konieczne jest zastrzeżenie, że korzystam z projekcji ogólnie dostępnych przed 5 lutego 1998 r.

Według ocen Komisji Europejskiej, MFW i OECD gospodarka Unii Europejskiej (UE) będzie rozwijać się w tempie odpowiednio: 2,75 – 3% (prognoza prawie bez zmian), 2,7% bądź 2,8%. Według Banku Światowego, wzrost gospodarczy świata obniży się o 0,5% z 3,1% do 2,6%, ale spadek tempa wzrostu rozłoży się nierówno². Co ciekawsze, tempo wzrostu gospodarczego w USA zostało zrewidowane w górę z 2,0% do 2,4%. Gospodarka niemiecka ma stracić zaledwie 0,2–0,25% wzrostu PKB. Według przewidywań rządowych i prywatnych ma ona osiągnąć między 2,5% do 3% wzrostu w tym roku. Tabela 2 streszcza wybrane prognozy opublikowane przez instytucje międzynarodowe; w nawiasach podano wielkość korekty prognozy.

Warto zauważyć, że spodziewane tempo wzrostu w UE jest wyższe niż tempo wzrostu zanotowane w roku 1997. W USA tempo wzrostu w 1997 r. wyniosło 3,8% i jeszcze przed kryzysem oczekiwano tam spowolnienia koniunktury w 1998 roku.

Z punktu widzenia Polski oprócz prognoz wzrostu gospodarczego w UE istotne są projekcje dla Europy Centralno-Wschodniej (włączając kraje byłego ZSRR), gdyż udział eksportu do obu regionów wynosi blisko 90% całkowitego eksportu [GUS, 1997]. Tabela 3 podaje prognozy wzrostu dla Europy Centralnej i Wschodniej na rok 1998. Wynika z nich, że w latach 1998 – 99 oczeki-

Tabela 2. Prognozy wzrostu PKB w 1998 roku w wybranych krajach i regionach świata (%)

Źródło	UE	Niemcy	Europa Centralna i Wschodnia*	Rosja, Zakaukazie i Azja Centralna	USA
Komisja Europejska	2,75 (-0,25)	3,0 (-0,2)	–	–	2,4 (-0,2)
MFW	2,7 (-0,1)	2,6 (-0,2)	3,4 (-0,2)	3,3	2,4 (-0,3)
OECD	2,8 (-0,5)	3,0	–	–	2,7 (-0,4)
Wzrost w 1997r.	2,6	2,4	2,4	1,3	3,8

* Razem z Białorusią i Ukrainą, ale bez Rosji. Po wyłączeniu tych krajów szacunek tempa wzrostu PKB w 1997 i prognoza na 1998 r. wynoszą odpowiednio: 3,3% i 4,3% (+ 0,4%).

wane jest przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Słabsze spodziewane tempo wzrostu PKB w grupie krajów CEFTA-5 jest rezultatem słabszego przewidywanego tempa wzrostu w Polsce.

Tabela 3. Pokryzysowa prognoza stopy wzrostu PKB w Europie Centralnej i Wschodniej

	1997 r.	1998 r.
Czechy	1,3	1,5
Polska	7,0	6,0
Słowacja	5,5	5,0
Słowenia	3,0	3,0
Węgry	4,0	5,0
CEFTA-5	4,9	4,6
Bułgaria	-7,5	3,0
Rumunia	-5,0	1,0
CEFTA-7	2,3	3,9
Rosja	0,4	1,0
Ukraina	-3,2	1,0

Źródło: WIIW (1998)

Obecnie mamy do czynienia ze spełnianiem się scenariusza skromnego spadku stopy wzrostu PKB w świecie wysokorozwiniętym. Jeszcze w lutym 1998 r. nic nie wskazywało, żeby mógł on zdegenerować się w scenariusz krachu, o czym poniżej w paragrafie 2.2. Poza zapalnym regionem światowa gospodarka rozwija się nadal bez wstrząsów. Mimo rzadko spotykanej skali deprecjacji krajowych walut w krajach AW i znacznego osłabienia tam tempa wzrostu, kryzys nie jest w stanie zagrozić stabilności gospodarki światowej ze względu na mały udział AW w gospodarce świata (jeśli pominąć Japonię). Udział pięciu kryzysowych krajów (włączając Filipiny) w handlu światowym wynosi około 7,0%, a ich PKB jest równy 3,5% PKB świata. Ich udział w całkowitym eksporcie UE nie przekracza 2%. Udział Azji Wschodniej (włączając Japonię) w eksporcie UE wynosi około 9,1%, a bez Japonii – około 7%.

Kryzys finansowy nie jest też w stanie zagrozić bankom komercyjnym. Ich stopień zaangażowania pożyczkowego w Azji Wschodniej bez Japonii jest co prawda dość znaczny, niemniej ich ekspozycja względem regionu jest proporcjonalnie mniejsza niż ekspozycja podczas kryzysu zadłużeniowego w latach 80. w Ameryce Łacińskiej.

Wypada zastrzec, że obecny optymizm ciągle jeszcze może okazać się nieco przedwczesny, gdyż należy pamiętać o opóźnionej reakcji przepływów handlowych na zmiany kursowe, którą modeluje się jako krzywą o kształcie J [zob. np. McCallum, 1996]. Osłabienie dynamiki wzrostu i importu w AW dopiero zaczyna być odczuwane, o czym ciągle informują bardziej anegdotyczne informacje (raport regionalnych banków Rezerwy Federalnej) niż dane statystyczne.

2. 2. Scenariusz katastroficzny

Scenariusz krachu zakłada, że kryzys ogarnia całą gospodarkę światową, przenosząc się na inne kraje. Podobnie jak w latach 30., deflacja ogarnia cały świat. Pod tym pojęciem ekonomia rozumie długookresowy spadek ogólnego poziomu cen. Tym razem ma go wywołać nadmiar zdolności produkcyjnych, który został pogłębiony przez kryzys azjatycki, w relacji do ich stopnia wykorzystania. Nadmierna podaż i gwałtowna konkurencja w świecie wywołana ogromną deprecjacją walut krajów AW, doprowadziłaby do dewaluacji na wyścigi („zubożających sąsiadów”) i fali protekcjonizmu. Konsekwencją byłby spadek cen, a przez to zysków korporacji, więc i dochodów, a zatem popytu. Skurczenie się zysków korporacji doprowadziłoby do załamania giełdowego; efekt bogacenia zadziałałby w przeciwną stronę, jako efekt zubożenia i dodatkowo osłabiłby popyt, a to z kolei prowadziło do dalszej redukcji cen itd. Błędne koło recesji i deflacji napędzałoby się nawzajem. W skrócie i w uproszczeniu, byłby to scenariusz powtórki kryzysu z lat 30.

Można wyobrazić sobie różne warianty rozprzestrzeniania się krachu globalnego; mógłby zacząć się od rynków wschodzących, Japonii czy nawet USA. Proponuję wizję, w której kryzys stopniowo opanowuje nowe gospodarki rynkowe. Zapalnikami mogłaby być dewaluacja juna i atak na rubla w Rosji. Kryzys zaufania dotknąłby wtedy wszystkie kraje Ameryki Łacińskiej z jej dużą ekspozycją eksportową względem Azji i dotarł do Europy Centralnej i Wschodniej, której inwestorzy odmówiliby finansowania znacznych deficytów na rachunkach obrotów bieżących. Kraje te musiałyby je radykalnie ograniczyć bądź wręcz zlikwidować w krótkim czasie. Oznacza-

łoby to rundę dewaluacji, redukcji importu i wprowadzenia restrykcji na odpływ kapitału. W konsekwencji znacznie ucierpiałoby tempo wzrostu gospodarczego w krajach wysokorozwiniętych, grożąc recesją. Te dramatyczne skutki byłyby trudne do skwantyfikowania; siła kryzysu z lat 30. wyznacza zapewne maksymalną skalę takiego gospodarczego Armageddonu.

Niektórzy ekonomiści [zob. Reich, 1998] twierdzą, że deflacja ogólnoswiatowa już się zaczęła. Ceny surowców takich jak ropa naftowa, stal czy żywność zaczęły obniżyć się jeszcze przed kryzysem azjatyckim, który te tendencje tylko spotęgował. Departament Pracy USA ogłosił, że ceny hurtowe spadły w 1997 r. o 1,2%. Z kolei tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w krajach wysokorozwiniętych spadło poniżej 2%, zaś z raportu Komisji Boskina na temat dokładności pomiaru inflacji przez indeks cen konsumpcyjnych wynika, że indeks ten przeszacowuje o około 1% poziom inflacji w USA; rzeczywisty wzrost cen wyniósł w 1997 r. poniżej 1%.

Scenariusz katastroficzny, jak na ogół wszystko co skrajne, jest bez wątpienia ciekawszy niż scenariusz ograniczonego kryzysu. Na szczęście jednak jest on mało prawdopodobny. Współczesna wiedza o przyczynach, rozwoju i skutkach kryzysu z lat 30. pozwoliłaby zastosować odpowiednie remedia, czyli przede wszystkim zastosować ekspansywną politykę pieniężną i fiskalną. Deflacja z końca XIX wieku była spowodowana nienadążaniem produkcji złota za wzrostem produkcji przemysłowej, kiedy świat stosował dość powszechnie standard złota. Złoty standard obowiązywał też w wielu krajach podczas kryzysu lat 30. Obecnie złoto bliskie jest roli, jaką wyznaczył mu Keynes, czyli barbarzyńskiego reliktu. Nie grozi więc realny spadek podaży pieniądza z powodu braku kruszcza. Najprostszym sposobem zapobieżenia deflacji jest ekspansywna polityka monetarna i taką zapewne wprowadzono by w centrum gospodarki kapitalistycznej. Nie powtórzy się pasywność Rezerwy Federalnej z lat 30., która nie tylko podwyższyła stopy procentowe po krachu giełdowym w 1929 roku i dopuściła do realnego spadku podaży pieniądza w latach 30., ale także nie ratowała upadających banków, nie wypełnia-

jąc roli ostatniej instancji pożyczkowej³. Popyt zwiększono by także narzędziami fiskalnymi. Szybko osiągnięto by też zapewne porozumienie w sprawie uniknięcia rujnujących dewaluacji i protekcjonizmu: zbyt wielu wpływowych ekonomistów zna po prostu teorię powtarzalnych gier (a nawet choćby grę – dylemat więźnia), aby do tego dopuścić.

Spadek cen kilku surowców nie świadczy też o wkroczeniu gospodarki światowej w fazę deflacji. Redukcja cen towarów eksportowanych przez AW oznacza głównie zmianę cen relatywnych. Ceny detaliczne wciąż rosną, choć wolniej niż rok czy dwa lata temu, a dane o koniunkturze wskazują raczej na przyspieszenie wzrostu w Europie Zachodniej i utrzymanie się wysokiego poziomu aktywności gospodarczej w USA. Inflacja jest praktycznie obecna dotąd, dopóki uwzględnia się ją w oczekiwaniach na temat poziomu cen, a zatem w różnego rodzaju kontraktach nominalnych ze skutkami finansowymi w długim okresie, np. przy pożyczkach, w umowach o pracę czy przy zakupie akcji. Mimo spadku długoterminowych stóp procentowych, ciągle zawierają one premię za inflację.

3. Skutki kryzysu dla Polski w scenariuszach

W ramach każdego scenariusza wyróżniam skutki bezpośrednie i pośrednie kryzysu azjatyckiego dla wzrostu gospodarczego, inflacji, kursu walutowego i bilansu płatniczego Polski. Skutkami bezpośrednimi nazywam wpływ spadku eksportu z Polski do krajów Azji Wschodniej, a także wpływ na bilans kapitałowy. Skutkami pośrednimi są skutki osłabienia wzrostu gospodarczego w krajach pozostałych, czyli u głównych partnerów handlowych i finansowych dla bilansu płatniczego Polski (wpływ kryzysu azjatyckiego na Polskę via reszta świata). Klasyfikacja ta, jak się okaże w dalszym toku, ma jedynie większy sens w przypadku skutków pośrednich, bezpośrednio bowiem są praktycznie takie same w obu scenariuszach.

3. 1. Skutki scenariusza ograniczonego kryzysu

Model makroekonomiczny z punktu 1 ujmuje eksport całościowo. Dokładne zbadanie wpływu kryzysu na polski eksport wymagałoby geograficznego rozbicia na kilka regionów. Wtedy można uchwycić efekt bezpośredni spadku eksportu do samego regionu objętego kryzysem oraz efekt pośredni (dużo ważniejszy dla Polski) czyli wpływ kryzysu na eksport Polski do UE i innych krajów wysoko rozwiniętych oraz Europy Centralnej i Wschodniej. Program takiego badania wymagałby oszacowania elastyczności eksportu względem PKB w poszczególnych interesujących nas krajach i regionach i względem realnego kursu walutowego. Należałoby również oszacować elastyczność dochodową (względem polskiego PKB) polskiego importu. W ten sposób można zmierzyć całkowity efekt dla bilansu handlowego, gdyż zmiana tempa eksportu oznacza zmianę tempa PKB, a to z kolei wywołuje zmianę importu (efekt odbicia nazywany w literaturze anglojęzycznej *reflection ratio*). Efekt wypadkowy dla bilansu handlowego jest mniejszy niż sama zmiana eksportu. Jest to praca na inny temat, ale jej brak uniemożliwia dokładniejsze symulacje skutków kryzysu azjatyckiego dla bilansu handlowego Polski.

3. 1. 1. Skutki pośrednie

Statystycznie ujmując, efekt kryzysu będzie mały i nieodczuwalny, mieści się bowiem w granicach błędu. Praktycznie, dynamika polskiego eksportu, bez względu na to czy kryzys zdarzył się czy nie, będzie taka sama. Natomiast, z faktu że prognozowane tempo wzrostu UE w 1998 r. (patrz tabela 1) będzie wyższe niż tempo wzrostu w 1997 r. wynika jednoznaczny wniosek, że polski eksport do Unii będzie zwiększał się w 1998 roku szybciej niż w 1997 roku, *ceteris paribus*. Prognozy dla Europy Centralnej i Wschodniej włączając Rosję i Ukrainę wyrażają podobną tendencję, czyli przewidują szybsze tempo wzrostu w roku 1998 niż w 1997 (zob. tabela 3). Nie należy zatem oczekiwać w 1998 roku hamowania wzrostu PKB przez eksport, raczej trzeba spodziewać się przeciwnej tendencji.

Przyjmując z kolei niższe tempo wzrostu PKB w Polsce w 1998 r. w porównaniu z 1997 r. należy się spodziewać (patrz równanie bilansu płatniczego) niższej

Tabela 4. Udział regionów świata w eksporcie Polski (% , ceny bieżące)

	1996	I – X. 1997
Eksport ogółem	100,0	100,0
pozostałe kraje rozwinięte	5,6	4,8
Unia Europejska	66,3	65,6
kraje w transformacji	20,3	23,3
w tym CEFTA	(6,2)	(6,5)
kraje rozwijające się	7,8	6,5
w tym:		
4 kraje Azji Pd. -Wsch.*	(1,6)	(1,2)

Są to: Indonezja, Korea Płd., Malezja i Tajlandia.

dynamiki eksportu niż w 1997, *ceteris paribus* (głównie pod warunkiem, że nie wzmochnie się kurs realny). Są to rezultaty zbliżone z prognozami rządowymi, które zakładają szybszą dynamikę eksportu niż importu. Bilans handlowy będzie się raczej nadal pogarszał w krótkim okresie i wywoływał presję na osłabienie złotego, gdyż wielkością wyjściową jest duży deficyt. W rezultacie wywierał będzie negatywny nacisk na wzrost PKB.

Ryzykiem dodatkowym i niewiadomych rozmiarów jest potencjalnie dużo tańszy import z Azji Wschodniej, który wypchnąłby polskie towary (efekt substytucji) z rynków trzecich, np. w krajach Unii ze względu na znaczną realną deprecjację walut narodowych krajów azjatyckich. Próba oszacowania tego zjawiska wymagałaby dokładnego ustalenia, jakie rodzaje polskiego eksportu są wystawione bezpośrednio na konkurencję eksportu z AW i to w dodatku cenową. Nie potrafię oszacować, jakie rozmiary może mieć to zjawisko z braku odpowiednich danych, ale i tak ewentualne próby byłyby obciążone poważną niepewnością. W końcu polscy eksporterzy też będą reagować na zmianę warunków. Ponadto, obniżenie cen przez producentów azjatyckich jest niepewne, gdyż duża ich część musi spłacać zaciągnięte długi w walutach obcych, więc będzie maksymalizowała utarg w walutach obcych, tzw. elastyczność przechodnia (ang. *pass through*) zmiany cen względem dewaluacji może być więc mała.

W skutkach pośrednich interesuje nas, jak zareagują kapitały z OECD. Są dwie skrajne szkoły rozumowania. Pierwsza z nich zakłada, że inwestorzy po kryzysie zwracają uwagę przede wszystkim na RY-

ZYKO zamiast na MOŻLIWOŚCI rynków wschodzących. Traktują te kraje jako jednolitą grupę („jeden worek”), powstrzymują się od inwestycji portfelowych, a nowe projekty inwestycji bezpośrednich zostają odłożone ze względu na ryzyko dewaluacji i spowolnienie tempa wzrostu, co mogłoby oznaczać niższą stopę zwrotu bądź deprecjację wartości kapitału. Taką ewentualność oznaczałoby pogorszenie nadwyżki bilansu kapitałowego i przejściową konieczność sfinansowania deficytu na rachunku bieżącym rezerwami walutowymi (na marginesie, tych jednak nie brakuje). Modelowo rzecz ujmując, inwestorzy wymagaliby wyższej premii za ryzyko, co w modelu wyraża przyjęcie, że ich oczekiwania dewaluacyjne pogorszyły się, tzn. oczekiwana stopa deprecjacji waluty polskiej wzrosła, co przy danych stopach procentowych w kraju i na świecie oznacza mniejszą premię za ryzyko (zob. równanie 3).

Rozumowanie szkoły drugiej polega na rozróżnieniu między krajami i rewizji oceny ryzyka w zależności od wielu czynników makroekonomicznych, finansowych i strukturalnych⁴. Uwolnione z Azji kapitały kierują się nie tylko na rynki krajów OECD (*flight to quality*) ze względu na wzrost awersji do ryzyka, ale także na wybrane rynki nowopowstałe. Sądząc po gwałtownym napływie kapitału do Polski i na Węgry, a także jego odpływie z Rosji w styczniu i lutym 1998 r., na rynkach finansowych teraz przeważa właśnie rozumowanie tego typu. Zawężając analizę do Polski, można wymienić kilka powodów atrakcyjności lokalnego rynku: świetne wielkości fundamentalne, w tym wysoka stopa wzrostu gospodarczego, redukcja inflacji i lepsze wyniki na rachunku bieżącym niż powszechnie oczekiwano; odporność złotego na zaburzenia – spadek złotego względem parytetu był zawsze odwracany, gdyż krajowi inwestorzy nie dołączali do szybko wycofujących się inwestorów zagranicznych; kontynuacja konserwatywnej polityki fiskalnej poprzedniego rządu przez nowy rząd; osoba Balcerowicza jako gwaranta stabilizującej polityki makroekonomicznej (vide wypowiedź Krzaklewskiego na temat renegocjacji długu i natychmiastowa riposta); zapowiedź przyspieszenia reform. Wreszcie, te warunki

brzegowe porównuje się z wysokimi realnymi stopami procentowymi i wysokimi rezerwami walutowymi w relacji do importu, obsługi długu i podaży pieniądza krajowego. Modelowo ujmując, premia za ryzyko w Polsce wzrosła, gdyż inwestorzy w aktywa finansowe spodziewają się mniejszej deprecjacji złotego. Przewaga rozumowania tego typu prowadzi w modelu do poprawy bilansu kapitałowego i nacisku na wzmocnienie kursu złotego⁵. Ta tendencja może też zdominować presję na deprecjację złotego wywołaną przez rosnący niedobór w bilansie handlowym. W naszym modelu stałego kursu rosłyby rezerwy walutowe. W konsekwencji rósłby możliwy do sfinansowania (*sustainable*) deficyt na rachunku bieżącym.

Wreszcie, kryzysowi azjatyckiemu można przypisać także obniżkę cen ropy naftowej i innych surowców. Spadek kosztu produkcji wpłynie pobudzająco na wzrost PKB, a zatem będzie także stymulować import w naszym modelu. Niższe koszty wytwarzania dotyczą także produkcji eksportowej, więc eksport może wzrosnąć dodatkowo, choć efekt ten będzie słaby. Szok ten bowiem jest symetryczny dla wszystkich importerów ropy naftowej, więc można założyć, że wzajemne wpływy mogą znosić się nawzajem; proporcja surowca w produkcie decyduje o możliwości obniżki ceny. Zjawiskiem pozytywnym jest presja na spadek cen, czyli inflacja powinna być niższa niż oczekiwana, obniżają się bowiem ceny importowanych surowców.

3. 1. 2. Skutki bezpośrednie

Skutki bezpośrednie dla bilansu handlowego w scenariuszu ograniczonego kryzysu nie różnią się ilościowo od skutków w scenariuszu katastroficznym, gdyż kraje AW doświadczyły już widocznego załamania tempa wzrostu. Dlatego ich omówienie znajduje się w punkcie 3. 2. 2. Różne są jedynie konsekwencje dla bilansu kapitałowego. W omawianym scenariuszu zakładam, że inwestycje AW, czyli de facto koreańskie, a tak naprawdę inwestycje koncernu Daewoo, zgodnie z zapowiedzią, nie ulegają zmniejszeniu. Firma inwestuje zaplanowane 0,6 mld dolarów. Nie ma więc żadnych skutków dla bilansu kapitałowego.

3. 2. Skutki scenariusza krachu

Jak już zaznaczyłem, scenariusz ten rozpatruję dla kompletu zdarzeń, uważam bowiem go za wielce nieprawdopodobny, a pogląd, że deflacja ogólnoswiatowa już się zaczęła traktuję jako fałszywy, co krótko uzasadniałem wcześniej (zob. pkt. 2. 2).

3. 2. 1. Skutki pośrednie

Konkretyzując ten scenariusz dla Polski, przyjmuję, że w sytuacji deflacji i recesji ogólnoswiatowej Polska musiałaby zrównoważyć saldo na rachunku bieżącym w ciągu roku; przed taką koniecznością znalazł się Meksyk w 1995 roku [zob. Sachs, Tornell i Velasco, 1996 oraz Dusza i Sławiński, 1998]. Zakładam zatem, że nastąpiłoby całkowite zatrzymanie inwestycji bezpośrednich, ucieczka kapitału spekulacyjnego oraz zamrożenie kredytów bankowych. Czy zjawiska te byłyby równoważne z kryzysem walutowym w Polsce, czyli atakiem na złotego? Niekoniecznie, jeśli prawidłowo odczytano by meksykańską lekcję. Wynika z niej, że dewaluacja powinna nastąpić odpowiednio wyprzedzająco, zanim jej oczekiwania doprowadziłyby do wyprzedaży złotego. Wyraźny trend spadkowy rezerw dewizowych NBP byłby sygnałem do podjęcia takiego kroku. Zagraniczni inwestorzy mają zbyt małe aktywa denominowane w złotych, aby pokusić się o udany atak na złotego; przewaga rezerw NBP jest znaczna. Bank centralny nie mógłby jednak poradzić sobie z masową zamianą finansowych aktywów w złotych na waluty obce przez krajowych inwestorów, jeśli dołączyliby oni do ataku, choć w sukurs przyszłoby mu ograniczona wymienialność złotego; rodzimi inwestorzy nie mogą lokować dowolnych kwot w bankach ani w aktywach finansowych za granicą, pozostawałyby im banki krajowe, które w obliczu podobnych ograniczeń, przechowywałyby swoje zasoby dewizowe w NBP.

NBP byłyby teoretycznie w stanie sfinansować z rezerw cały tegoroczny deficyt na rachunku bieżącym zachowując ciągle rezerwę dewizową równą około 3 - miesięcznemu importowi, ale w przypadku ogólnoswiatowej recesji polski eksport zacząłby maleć i deficyt handlowy powiększałby się szybko, zakładając hipotetycznie, że Polska nie podejmuje dewaluacji. Taka polityka byłaby powtórzeniem wariantu meksykańskiego i prowadziłaby

prosto do kryzysu walutowego. Zdecydowana obrona złotego bowiem powiodłaby się tylko przejściowo, gdyż podtrzymanie importu na dotychczasowym poziomie mogłoby być tylko krótkotrwałe; rezerwy uległyby wyczerpaniu, a ich spadek poniżej poziomu bezpieczeństwa stałby się sygnałem do ataku walutowego. Tak czy inaczej, Polska musiałaby ograniczyć drastycznie import, a więc doświadczyć recesji, gdyż w sytuacji kurczących się rynków zbytu próba ekspansji eksportowej nie powiodłaby się; skuteczność dewaluacji, kiedy inni dewalują swoje waluty i ograniczają popyt zewnętrzny, jest mała. Tak jak w Meksyku, dewaluację musiałaby wspomagać twarda polityka monetarna i fiskalna, które osłabiłyby znacznie popyt wewnętrzny.

3. 2. 2. Skutki bezpośrednie

W scenariuszu katastroficznym zdecydowanie przeważają skutki pośrednie, to one wymuszają zrównoważenie salda bilansu bieżącego. Skutki bezpośrednie dla bilansu bieżącego (takie same jak w scenariuszu ograniczonego kryzysu) są niewielkie, gdyż udział eksportu do Azji Wschodniej i importu z AW jest znikomy (zob. tabela 5): udział 5 kryzysowych krajów w przywozie i wywozie wynosi odpowiednio 1,3% oraz 3,6%, z czego import z Korei Płd. równa się 2,3%. Skutki dla bilansu handlowego są dwojaki: Azja Wschodnia importuje mniej z Polski (efekt dochodowy), ale Polska zaczyna importować więcej z AW, gdyż tanieją tamtejsze towary (efekt substytucyjny) w następstwie znacznej dewaluacji walut krajów kryzysowych. Jednak spadek eksportu do pięciu kryzysowych krajów oznaczałby niewielkie pogorszenie salda bilansu handlowego (o 150 – 200 mln USD przy założeniu 50% spadku eksportu i niezmiennym imporcie, nie uwzględniając efektu odbicia – mniejszy eksport to mniejszy PKB w Polsce i w rezultacie mniejszy import). Udział importu jest trzykrotnie większy niż udział eksportu, więc nagły jego wzrost mógłby mieć większy wpływ na pogorszenie salda handlu zagranicznego w dolarach, ale istotny przyrost może być spowodowany tylko przez bardzo wyraźne obniżenie cen wwożonych dóbr, które nie jest wcale takie pewne. Wobec nieznamości kursowej elastyczności importu Polski z Azji trudno jest podać jakiś sensowny rząd wielkości pogorszenia salda bilansu

Tabela 5. Wartość eksportu i udział eksportu wybranych krajów Azji w całkowitym eksporcie i imporcie Polski, styczeń – październik 1997 r.

	Udział w eksporcie Polski (%)	Wartość eksportu (mln. \$ USA)	Udział w imporcie Polski	Wartość importu (mln \$ USA)
Indonezja	0,2	33,6	0,5	158,0
Korea Południowa	0,4	78,4	2,3	786,3
Malezja	0,2	51,3	0,4	119,4
Tajlandia	0,4	78,9	0,3	89,7
Filipiny	0,1	27,7	0,1	29,2
Tajwan	0,6	134,2	1,0	335,4
Japonia	0,2	49,5	1,7	566,9
Singapur	0,2	48,9	0,4	129,2
Hongkong	0,1	17,3	0,2	53,2

Źródło: GUS

handlowego w związku ze wzrostem wartości dolarowego importu. Można wyobrazić sobie, że elastyczność ta jest mniejsza niż skala deprecjacji walut w krajach kryzysowych i wtedy w ujęciu dolarowym nastąpiłoby obniżenie wydatków na import z tego regionu.

W przypadku bilansu kapitałowego można przyjąć zero inwestycji bezpośrednich z AW, czyli firma Daewoo rezygnuje ze swoich planów. Niejasny jest potencjalny ubytek w bilansie kapitałowym, gdyż tylko część inwestycji oznacza przepływy finansowe (w 1996 r. na 5,2 mld USD inwestycji bezpośrednich o wartości jednostkowej ponad 1 mln USD, napływ finansowy wyniósł 2.7 mld USD). Maksymalnie byłaby to zaplanowana kwota. Nie ma ona jednak dodatkowego skutku, gdyż uprzednio założyłem, że bilans bieżący musi zostać zrównoważony.

4. Uwagi końcowe

Ujmując najbardziej skrótowo wnioski z przeprowadzonych wywodów trzeba stwierdzić, że konsekwencje dla PKB, bilansu płatniczego, inflacji i kursu walutowego byłyby znikome przy spełnieniu się scenariusza ograniczonego kryzysu, który jest najbardziej prawdopodobny i dramatyczne – przy spełnieniu się scenariusza katastroficznego.

W scenariuszu ograniczonego kryzysu będą one praktycznie niezauważalne dla PKB, bilansu płatniczego i kursu walutowego; znak ich jest nieokreślony. Mogłyby być lekko dodatnie dla PKB, jeśli korzystny szok

podażowy w postaci obniżki kosztu wytwarzania produkcji eksportowej przeważałoby niekorzystny szok popytowy i poprawę premii za ryzyko dla inwestorów zagranicznych; byłby to wariant najkorzystniejszy, acz mało prawdopodobny. Zmiana premii za ryzyko może być dla Polski dodatnia (sytuacja obecna) albo ujemna; rosnący (słabnący) napływ kapitałów wywiera tendencje aprecjacji złotego czyli prowadzi do pogorszenia bilansu handlowego. W każdym wariantcie tego scenariusza presja inflacyjna słabnie. Obecnie rozwija się wariant, w którym premia za ryzyko wzrosła i wspomaga szok popytowy via aprecjacje złotego. Nie można nic zawyrokować o równoważącym wpływie szoku podażowego.

W wariantcie katastroficznym Polska nie uniknęłaby recesji i dewaluacji, gdyż musiałaby wyrównać szybko saldo na rachunku bieżącym w warunkach osłabienia popytu w reszcie świata. W zależności od prawidłowego rozpoznania sytuacji i szybkości reakcji polityki makroekonomicznej, rozwój wydarzeń mógłby mieć charakter stopniowego dostosowania („miękkie lądowanie”), bądź kryzysowy. Niechybnie, istniałoby ryzyko powtórzenia przez Polskę wariantu meksykańskiego („twarde lądowanie”), jeśli władze nie podjęłyby dewaluacji pieniądza krajowego i restrykcyjnej polityki makroekonomicznej antycypując rozwój wydarzeń. Dynamika rozwoju kryzysu globalnego mogłaby być jednak tak szybka, że uniemożliwiłaby taką reakcję.

Bibliografia:

Blanchard, Olivier Jean and Stanley Fischer (1989). „Lectures on Macroeconomics”. MIT Press.

Claasen, Emil-Maria. (1996). „Global Monetary Economics”. Oxford University Press.

Dusza, Mirosław i Andrzej Sławiński (1998). „Kryzysy walutowe w krajach otwierających się na wymianę”. Materiały i Studia Departamentu Analiz i Badań NBP, Zeszyt nr 70.

European Commission (1998). „Economic Situation and Outlook with Special Reference to the Crisis in Asia (Issues for Discussion)”.

Główny Urząd Statystyczny (1997). „Handel zagraniczny styczeń – grudzień 1996”. Warszawa.

Główny Urząd Statystyczny (1997). „Handel zagraniczny styczeń – październik 1997”. Warszawa.

IMF (1997). „Interim Assessment of World Economic Outlook”, December.

Krugman Paul (1998). „What Happened to Asia?”. <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>.

Krzak, Maciej (1998). „Sustainability of Current Account Deficits in Central Europe and Baltic States”. OeNB Focus in Transition, 1/98, forthcoming in May.

Mankiw, Gregory N. (1994). „Macroeconomics”. Worth Publishers, 2nd edition.

McCallum, Bennett (1996). „International Monetary Economics”. Oxford University Press.

Milesi-Feretti, Gian Maria and Assaf Razin (1996). „Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences”. IMF Working Paper WP/96/110.

OECD (1997). „OECD Economic Outlook 62”.

Reich, Robert (1998). „Deflation: the real enemy”, Financial Times, 15.01.1998.

Reisen, Helmut (1997). „Sustainable and Excessive Current Account Deficits”. OECD Development Centre.

Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell and Andreas Velasco (1996). „Financial Crises in Emerging Markets: the Lessons from 1995”. Brookings Papers on Economic Activity II.

Scarath, William M. (1988). „Macroeconomics: An Introduction to Advanced Methods”. Harcourt Brace Jovanovich: rozdz. 8 i 9.

WIIW (1998). „Transition Countries: 1997 External Deficits Lower Than Feared, Stability Again a Priority”, February, no. 243.

Przypisy

¹ Próba alokacji własnego szczupłego zasobu środków w taką działalność prognostyczną nie sprostaby kryterium kosztów alternatywnych.

² Na podstawie doniesień prasowych o prezentacji Banku Światowego z 2 lutego 1998 r. w Paryżu. Oficjalna prognoza ma ukazać się w marcu 1998 r.

³ Popularne wyjaśnienie zob. choćby Mankiw (1994), rygorystyczne wyjaśnienia zob. Blanchard i Fischer (1989).

⁴ Są to zmienne, które decydują o wielkości deficytów na rachunkach bieżących, możliwych do sfinansowania (sustainable current account deficits). Opis ich i uzasadnienie wyboru na podstawie teorii i badań empirycznych wykraczałyby poza ramy tekstu. Zob. np. Razin (1996) ogólnie oraz Krzak (1998) dla Europy Centralnej i krajów bałtyckich.

⁵ Ten nacisk przybrał formę samo spełniającej się przepowiedni, gdyż NBP obniżył tempo dewaluacji kroczącej do 0,8% miesięcznie czyli o około 2,7% rocznie.

* Autor jest pracownikiem Departamentu Badań Zagranicznych Narodowego Banku Austrii oraz Wiedeńskiego Instytutu Porównawczych Studiów Ekonomicznych (WIIW).

AZJATYCKI KRYZYS WALUTOWY I JEGO WPŁYW NA POLSKĄ GOSPODARKĘ

*Franciszek Rozwadowski**

Opracowanie omawia¹ wpływ azjatyckiego kryzysu walutowego z lat 1997 – 1998 na polską gospodarkę². Próbuje ono odpowiedzieć na dwa pytania. Po pierwsze, jaki jest oczekiwany bezpośredni wpływ kryzysu azjatyckiego na polską gospodarkę? Po drugie, jakie wnioski dla Polski mogą zostać wyciągnięte z kryzysu, który miał miejsce w Azji? Zagadnienia te, pozornie nie powiązane, łączy fakt, iż dwóch ważnych aktorów – polscy politycy oraz międzynarodowe instytucje finansowe – będzie musiało szybko opanować lekcję azjatycką, a wnioski, jakie wyciągną, będą miały wpływ na polską gospodarkę.

Możemy wyciągnąć następujące, podstawowe wnioski:

- bezpośredni wpływ kryzysu azjatyckiego na Polskę będzie prawdopodobnie niewielki, ale wydarzenia w Azji są ważną lekcją dla polityki gospodarczej w Polsce (i innych krajach przechodzących proces transformacji);
- podstawą kryzysu w Azji była zależność pomiędzy słabościami strukturalnymi i zadłużeniem zewnętrznym;
- dotkliwość kryzysu azjatyckiego była częściowo efektem spekulacyjnego charakteru polityki makroekonomicznej w tych państwach, co doprowadziło do nieuzasadnionego optymizmu pożyczkobiorców, pożyczkodawców oraz polityków;
- główna implikacja w perspektywie średniookresowej to przyspieszenie budowy instytucji elastycznych – firm i banków o orientacji rynkowej i efektywnym systemie zarządzania;
- główna implikacja krótkookresowa to projekcja takich dostosowań makroekonomicznych, w których obciążenia wynikające z dostosowań byłyby ponoszone przez politykę pieniężną i konsolidację fiskalną.

1. Efekty bezpośrednie

Aby ocenić efekty kryzysu azjatyckiego dla polskiej gospodarki warto najpierw ocenić jego wpływ na gospodarkę światową, a następnie przyjrzeć się, jaka jego część może być odczuwana w Polsce.

Podjęcie tu przyjęte opiera się na analizie zaprezentowanej przez MFW w World Economic Outlook Interim Assessment [WEO] z grudnia 1997 r. Polega ona na porównaniu scenariusza na lata 1997 – 1998 przygotowanego w grudniu 1997 r. ze scenariuszem na te same lata przygotowanym w październiku 1997 r.³ Podjęcie takie prawdopodobnie nie doszacowuje całkowitego wpływu z dwóch powodów: po pierwsze, scenariusz październikowy zawiera już pewne efekty kryzysu w krajach grupy ASEAN-4; po drugie, scenariusz grudniowy został przygotowany zanim widoczne były efekty programów dostosowawczych do kryzysu. Scenariusz grudniowy zawiera pewne założenia (dotyczące cen, stóp procentowych, kursu walutowego oraz innych zmiennych) odzwierciedlające zmianę warunków w następstwie kryzysu azjatyckiego. Wśród nich jest założenie dotyczące znacznego ograniczenia napływu kapitału do tej grupy państw (objętych kryzysem i postrzeganych przez rynki finansowe jako wysoce ryzykowne) w 1997 i 1998 roku.

Główny wniosek jaki się nasuwa jest taki, że wpływ kryzysu na poziom światowego PKB prawdopodobnie będzie niewielki, przede wszystkim dlatego, że gospodarki objęte kryzysem są relatywnie małe w stosunku do gospodarki światowej. Rozmiary kryzysu azjatyckiego uświadamia fakt, że redukcja przepływów kapitału pry-

watnego do krajów rozwijających się, krajów przechodzących proces transformacji oraz krajów nowoprzemysłowych oceniana jest na około 80 mld USD w 1997 r. oraz niewiele mniej w 1998 r. Wydaje się to wielkością niezwykle, ale stanowi jedynie około 0,25% światowego PKB⁴. Ponieważ ograniczenie przepływu kapitału jest podstawowym kanałem, poprzez który kryzys azjatycki może przenieść się do innych krajów, fakt, że szok ten jest relatywnie niewielki oznacza, iż jego wpływ na inne państwa będzie również niewielki. Szacunki WEO wskazują, że stopa wzrostu PKB w głównych krajach uprzemysłowionych będzie niższa jedynie o 0,2 punktu procentowego. Wpływ na kraje bezpośrednio dotknięte kryzysem jest większy i w konsekwencji wpływ na wzrost światowy wynosi 0,8 punktu procentowego – stopa wzrostu w 1998 r. została skorygowana z 4,3% do 3,5%.

Wpływ na gospodarkę polską prawdopodobnie będzie również niewielki. Podczas gdy obniżenie poziomu popytu światowego częściowo wpłynie na polski eksport, pozostaje faktem, że wśród krajów najbardziej dotkniętych kryzysem nie ma partnerów handlowych Polski. Rozmiary efektu substytucyjnego, wynikającego z realnej deprecjacji w krajach objętych kryzysem, wydają się być również umiarkowane, ponieważ jedynie niewielka część polskiego handlu przypada na kraje Azji lub na rynki, na których Polska bezpośrednio konkuruje z krajami Azji.

Bardziej złożone, jak również bardziej zmienne i trudniejsze do przewidzenia, są wpływy wywierane przez rynki finansowe. Patrząc wstecz, można wyróżnić dwie fazy z różnymi implikacjami. W pierwszej fazie, trwającej od maja do połowy grudnia 1997 r., nerwowość rynków finansowych doprowadziła do deprecjacji złotego; kurs walutowy obniżył się z 2 – 3% powyżej parytetu centralnego do 1 – 2% poniżej parytetu. Pod koniec roku załamaniu uległ indeks Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych: zakończył on rok na poziomie 20 – 30% niższym niż poziom osiągnięty w lutym. Podczas drugiej fazy, trwającej od początku roku, na obydwu rynkach zaobserwowano zmianę. W połowie marca indeks giełdowy był prawie 40% wyższy niż w połowie stycznia, a złoty był sprzedawany na bezprecedensowym poziomie 6 punktów procentowych powyżej parytetu centralnego.

Najważniejszym wydarzeniem na polskim rynku finansowym w ciągu ostatniego roku jest wydarzenie, które nie

miało miejsca – kryzys walutowy. W ciągu roku 1997, a szczególnie po kryzysie tajlandzkim i czeskim w maju, pytanie czy Polska doświadczy podobnego kryzysu było dominującą obawą obserwatorów rynków finansowych, krajowych polityków oraz MFW. Pomimo przekonania, że przyczyny kryzysu walutowego były strukturalne, obserwatorzy podkreślali znaczenie zmian na rachunku obrotów bieżących (który jest łatwo obserwowalnym symptomem problemów strukturalnych) oraz stanu polityki makroekonomicznej (która jest łatwo obserwowalnym wyznacznikiem podejścia władz do dyscypliny finansowej). Patrząc na gospodarkę z tej perspektywy można stwierdzić, że uczestnicy rynków otrzymali wiele pozytywnych sygnałów w ciągu ostatnich sześciu miesięcy. Po pierwsze, władze szybko zareagowały na kryzys majowy zacieśniając politykę monetarną i fiskalną, która została ograniczona pomimo kosztów powodzi i kampanii wyborczej. Po drugie, ciasna polityka monetarna przyczyniła się (z pewnym opóźnieniem) do znacznie mniejszego niż oczekiwano deficytu na rachunku obrotów bieżących oraz do obniżenia tempa wzrostu poziomu kredytów. Po trzecie, ustawa budżetowa na rok 1998 została uchwalona bez większych trudności. Zmiany te odbudowały zaufanie i doprowadziły do odnowienia zainteresowania rynków finansowych polskim długiem na początku 1998 r.

Napływ kapitału oraz presja na kurs walutowy są sygnałami odbudowanego zaufania do polskiej gospodarki. Jednak zarządzanie tymi napływami niesie ze sobą problemy dla polskich władz podobne do tych, przed którymi stały kraje azjatyckie przed kryzysem w 1997 r. Jakie wnioski z doświadczeń 1997 r. może dzisiaj wyciągnąć Polska?

2. Lekcje kryzysu azjatyckiego

Można dowodzić, że rolę determinantów w czasie kryzysu w 1997 r. odegrały cztery czynniki: (1) słabości strukturalne banków i przedsiębiorstw, które prowadziły do zapotrzebowania na kredyty, ale równocześnie uczyniły pożyczanie bardzo ryzykownym; (2) wysokie deficyty na rachunku obrotów bieżących odzwierciedlające łatwy dostęp do kredytów, możliwy dzięki sukcesowi gospodarek Azji

Wschodniej; (3) zmiana warunków zewnętrznych w postaci swobodnego testowania odporności tych gospodarek; (4) braki w polityce makroekonomicznej i walutowej⁵.

2. 1. Słabości strukturalne i instytucjonalne

Kryzys w Azji Wschodniej rozpoczął się z chwilą, kiedy rynki rozpoznały, iż przedsiębiorstwa, banki i w niektórych przypadkach rządy, nie są w stanie wywiązać się ze swoich zobowiązań finansowych. Wydaje się, że przyczyny te spowodowały zainteresowanie słabościami strukturalnymi i instytucjonalnymi, co uczyniło dalsze pożyczanie nierozważnym. Zarządzanie w firmach i bankach było nieodpowiednie. Kontrole wewnętrzne były niedbałe. Inwestycje były podejmowane bez uzasadnienia rynkowego. Banki i instytucje finansowe były niewłaściwie nadzorowane oraz w sposób niedostateczny oceniały ryzyko. Powiązania pomiędzy bankami, przedsiębiorstwami i rządami przyczyniały się do prowadzenia inwestycji bez nastawienia rynkowego, ale za to wspomaganym domniemanymi lub rzeczywistymi gwarancjami rządowymi, które stanowiły zabezpieczenie dla krajowych i międzynarodowych inwestorów. W rezultacie, oszczędności (zarówno krajowe, jak i zagraniczne) nie były wykorzystywane rozsądnie ani efektywnie. Nadmierne inwestycje, o niskiej rentowności, czyniły obsługę długu coraz trudniejszą. Problemy przedsiębiorstw zagroziły pozycji ich banków-kredytodawców oraz poprzez gwarantowane pożyczki i depozyty zagroziły podniesieniem poziomu zadłużenia rządowego.

Słabości te oznaczały, że wcześniej czy później podaż kredytu wyczerpie się. Te same słabości oznaczały, że obawy przedsiębiorstw, banków i rządów były spóźnione, kiedy ostatecznie doszło do kryzysu.

Ponieważ większość problemów strukturalnych przytoczonych powyżej dotyczyło, bezpośrednio lub pośrednio, sektora finansowego, stąd ryzyko wynikające z międzynarodowych przepływów kapitału było szczególnie groźne w momencie, gdy krajowe rynki finansowe pośredniczyły w tych przepływach. Ryzyko było zatem szczególnie wysokie w gospodarkach (takich jak Tajlandia, ale również Indonezja, Malezja, Korea, Filipiny), w których zagraniczne inwestycje bezpośrednio i kapitał długoterminowy stanowiły niewielką część napływającego kapitału; ryzyko było mniejsze w gospodarkach (takich jak

Chiny i Wietnam), w których zagraniczne inwestycje bezpośrednio stanowiły dużą część napływów.

2. 2. Deficyt na rachunku obrotów bieżących

Głównymi czynnikami dobrych wyników w Azji Wschodniej w latach 90. były: stały szybki wzrost gospodarczy (najczęściej powyżej 7% rocznie), umiarkowana inflacja (jednocyfrowa) oraz zdrowa lub poprawiająca się pozycja fiskalna (patrz tabela 1). Te korzystne zmiany przyczyniły się do stworzenia warunków, w których narastały deficyty na rachunku obrotów bieżących. Po stronie popytowej, wyjątkowo wysoki wzrost wymagał wyjątkowo wysokich stóp inwestycji, których część była finansowana zagranicznymi oszczędnościami. Po stronie podażowej, dobre wyniki krajów azjatyckich uczyniły z nich atrakcyjny cel dla inwestorów zagranicznych. W konsekwencji wiele krajów, które później objął kryzys, przez lata utrzymywało znaczący deficyt na rachunku obrotów bieżących – często powyżej 6% PKB.

Pomimo, że wiele analiz kryzysu azjatyckiego wskazuje na wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących, jako na istotną przyczynę załamania, nie jest to jednoznaczne i oczywiste. Jeśli projekty inwestycyjne, finansowane napływem kapitału zagranicznego, przynoszą wysoką stopę zwrotu (średnio), wówczas towarzyszący temu deficyt na rachunku obrotów bieżących nie stwarza problemów. Przeciwnie, rolą rynków finansowych jest lokowanie kapitału w krajach, w których są wysokie oczekiwane stopy zwrotu. Zasada ta jest podstawą Prawa Lawsona – dopóki budżet rządowy jest zrównoważony, dopóty nie należy martwić się o deficyt na rachunku obrotów bieżących: jeśli budżet jest zrównoważony, to deficyt na rachunku obrotów bieżących odzwierciedla nadwyżkę inwestycji prywatnych nad krajowymi oszczędnościami.

Tak więc, co stało się w Azji Wschodniej, a szczególnie w tych krajach, gdzie niewielki deficyt budżetowy i wysokie stopy wzrostu sugerowałyby spełnienie założeń Prawa Lawsona? Odpowiedź jest następująca – założenia te w rzeczywistości nie były spełnione. Po pierwsze, inwestycje nie były rentowne. Po drugie, statystyki deficytu budżetowego nie obejmowały przypadkowych zobowiązań i zobowiązań pozabudżetowych podejmowanych przez rządy.

Można przyjąć, że podstawową przyczyną kryzysów walutowych nie były deficyty na rachunku obrotów bieżących, ale rozwiązania strukturalne i instytucjonalne, które pozwoliły korporacjom i bankom zaciągać kredyty, których nie były w stanie spłacać oraz które uczyniły z rządu gwaranta wielu z tych kredytów. Chociaż właściwe jest twierdzenie, iż zmienna endogeniczna – taka jak deficyt na rachunku obrotów bieżących – nie może powodować skutków ujemnych, to jednak prawdą jest również, że deficyt na rachunku obrotów bieżących odegrał istotną rolę w rozwoju kryzysu, określeniu jego charakteru oraz sposobu rozprzestrzeniania się.

Po pierwsze, dostępność kapitału zagranicznego pozwoliła przedsiębiorstwom pożyczać więcej i na lepszych warunkach niż by mogły, gdyby nie było międzynarodowych przepływów kapitału. To pozwalało na prowadzenie nierentownej działalności dłużej niż w innych warunkach oraz zwiększyło dotkliwość kryzysu, kiedy ten już wystąpił.

Po drugie, deficyty na rachunku obrotów bieżących, ostrzegane przez instytucje finansowe (krajowe, jak i zagraniczne) jako symptom zbliżających się problemów, zwiększają prawdopodobieństwo wycofania kapitału i zagrożenia kryzysem. Ponieważ kryzys jest samospełniającą się przepowiednią, ostrzegawcza rola deficytu na rachunku obrotów bieżących jest wystarczającym powodem, aby zwracać na niego uwagę, nawet jeśli nie ma ku temu racjonalnych podstaw. Nie jest jednak trudno przedstawić racjonalne podstawy, aby traktować rachunek obrotów bieżących jako wskaźnik problemów. Powód jest następujący (pomimo faktu, że deficyt na rachunku obrotów bieżących prawdopodobnie jest połączeniem „zdrowych” i „niezdrowych” pożyczek i w zasadzie może nie stanowić problemu): większy deficyt podnosi warunkowe prawdopodobieństwo, że wartość niezdrowych pożyczek jest nadmierna⁶. Doniosłość tego sygnału będzie większa, jeśli jest wzmocniona przez bezpośrednie oznaki słabości instytucjonalnej oraz jeśli poziom deficytu na rachunku obrotów bieżących wydaje się być większy, niż można sądzić na podstawie normalnego poziomu inwestycji.

Jednym z aspektów kryzysu, szczególnie trudnym do wytłumaczenia, są determinanty czasu jego trwania. Powyższa analiza nie pozwala powiedzieć wiele o tym, dlaczego kryzys zbliżał się tak wolno. Faktem pozostaje, że

wyjatkowo szybki wzrost ilości dotkniętych gospodarek pozwala na prawdopodobne stwierdzenie – zgodnie z Prawem Lawsons – że deficyty na rachunku obrotów bieżących nie były problemem. Wyjątkowo szybki wzrost wyjaśnia potrzebę wyjątkowo wysokich stóp inwestycji oraz (mając daną stopę oszczędności) wyjątkową ucieczkę do pożyczek zewnętrznych. Równocześnie, właśnie ten szybki wzrost jest dowodem na to, że decyzje inwestycyjne były słuszne. Takie rozumowanie przyczyniło się do optymizmu po stronie inwestorów, władz publicznych oraz opóźniło dzień rozrachunku. Wcześniej czy później, rynki finansowe (często kierowane przez lepiej poinformowanych graczy krajowych) odkryją jednak fundamentalne słabości strukturalne i instytucjonalne.

Wniosek dla Polski jest prosty: wysoki lub pogłębiający się deficyt na rachunku obrotów bieżących jest powodem do niepokoju; dobre wyniki makroekonomiczne nie mogą usprawiedliwiać zaniechań w reformach strukturalnych i instytucjonalnych.

2. 3. Zmiana warunków zewnętrznych

Podczas gdy powodem problemów azjatyckich były słabości strukturalne, zmienność warunków zewnętrznych przyczyniła się do przyspieszenia kryzysu:

1. W początkowych latach dekady podaż kapitału do krajów rynków wschodzących była podtrzymywana przez niskie dochody z aktywów w krajach uprzemysłowionych oraz wzmożony apetyt na ryzyko, szczególnie ryzyko rynków wschodzących. Na początku 1997 r. silny wzrost w krajach uprzemysłowionych przyniósł oczekiwania wyższych stóp procentowych oraz obniżenia odsetek na rynkach wschodzących. Później, w następstwie kryzysu tajlandzkiego oraz wzrastających trudności w innych krajach grupy ASEAN-4 przepływ kapitału prywatnego znacząco obniżył się oraz powiększyły się różnice w dochodach.
2. W krajach, których waluty były powiązane z dolarem (tzn. wszystkie kraje objęte kryzysem z wyjątkiem Korei), rynkowa aprecjacja dolara (w stosunku do jena i innych walut), po okresie kiedy dolar deprecjonował, spowodowała znaczące obniżenie konkurencyjności.
3. Spowolnienie tempa eksportu w 1996 r., po okresie szybkiego wzrostu w poprzednich latach.

Tabela 1. Polska i wybrane kraje Azji: podstawowe wskaźniki ekonomiczne

	PKB	Ideks cen Konsumpcyjnych h(średnia)	Kredyt krajowy	Bilans budżetu państwa	Bilans obrotów bieżących
		(roczne zmiany procentowe)	(% PKB)		
Polska					
1992	2,6	43,0	...	-5,7	1,8
1993	3,8	35,3	42,1	-2,9	-0,1
1994	5,2	32,2	32,6	-2,5	2,3
1995	7,0	27,8	19,1	-2,3	3,3
1996	6,1	19,9	33,3	-2,5	-1,0
1997	6,9	15,1	25,5	-1,8	-3,2
Indonezja					
1992	7,2	7,5	14,1	-1,2	-2,2
1993	7,3	9,7	21,0	-0,7	-1,5
1994	7,5	8,5	22,9	0,0	-1,7
1995	8,2	9,4	21,7	0,8	-3,3
1996	8,0	7,9	22,7	1,4	-3,3
1997	5,0	8,3	...	2,0	-2,9
Korea					
1992	5,1	6,2	11,7	-2,6	-1,5
1993	5,8	4,8	12,7	-1,0	0,1
1994	8,6	6,3	18,4	1,0	-1,2
1995	8,9	4,5	14,7	0,0	-2,0
1996	7,1	4,9	19,4	0,0	-4,9
1997	6,0	4,3	...	0,0	-2,9
Malezja					
1992	7,8	4,7	16,6	-3,5	-3,8
1993	8,3	3,5	12,3	-2,6	-4,8
1994	9,2	3,7	14,8	2,5	-7,8
1995	9,5	3,4	29,5	3,8	-10,0
1996	8,6	3,5	...	4,2	-4,9
1997	7,0	3,7	...	1,6	-5,8
Filipiny					
1992	0,3	8,9	17,6	-1,2	-1,6
1993	2,1	7,6	131,2	-1,6	-5,5
1994	4,4	9,0	19,0	-1,6	-4,6
1995	4,8	8,1	31,3	-1,4	-4,4
1996	5,7	8,4	40,3	-0,4	-4,7
1997	4,3	5,2	...	-0,9	-4,5
Tajlandia					
1992	8,2	4,1	18,0	2,6	-5,6
1993	8,5	3,4	22,7	2,1	-5,0
1994	8,9	5,1	28,9	2,0	-5,6
1995	8,7	5,8	23,1	2,6	-8,0
1996	6,4	5,9	14,0	1,6	-7,9
1997	0,6	6,0	...	-0,4	-3,9

Źródło: MFW World Economic Outlook, grudzień 1997; MFW informacje prasowe; władze polskie.

Te trzy czynniki łączy fakt, że po okresie sprzyjających warunków nastąpiło pogorszenie warunków zewnętrznych. Podczas gdy można dopatrzeć się złego zbiegu okoliczności w jednoczesnym wystąpieniu tych trzech zmian, to ta cecha kryzysu azjatyckiego podkreśla potrzebę rozwoju instytucji rynkowych, które są na tyle silne i elastyczne, aby przetrwać okres trudności.

2. 4. Dylematy: polityka makroekonomiczna a polityka walutowa

Przed kryzysem 1997 r., wiele państw azjatyckich objętych później kryzysem (a także Republika Czeska) borykało się z potrzebą ograniczenia popytu i były postrzegane jako gospodarki przegrzane. Symptomami przegrzania był wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących oraz stopy inflacji wyższe niż u głównych partnerów handlowych. Przyczyny makroekonomiczne obejmowały: pozycję fiskalną, która nie była tak ciasna jak się mogło wydawać; nadmierny wzrost poziomu kredytu krajowego oraz napływ kapitału, który był przyciągany wysokimi stopami zwrotu oraz stabilnością kursu walutowego.

Rozwiązania polityczne były często niestabilne i/lub nieefektywne, ponieważ wszystkie dostępne opcje wydawały się niedoskonałe. Sterylizacja mogła zmniejszyć wpływ napływu kapitału na wzrost kredytu bankowego, ale była postrzegana jako rozwiązanie kosztowne i często nieefektywne; kontrola kapitału byłaby nieefektywna i mogłaby być interpretowana jako nierynkowa; ograniczenia monetarne (jak sterylizacja) podniosłyby stopy procentowe oraz przyciągnęły dalszy napływ kapitału; zwiększona płynność kursu walutowego mogłaby zaszkodzić konkurencyjności; konsolidacja fiskalna miała zbyt wysoki koszt polityczny. Nie podejmowano zatem żadnej stanowczej akcji, a przegrzanie gospodarki trwało lata, przyczyniając się do narastania nawisu zadłużenia zewnętrznego.

3. Wnioski dla Polski

3. 1. Zagadnienia polityki makroekonomicznej

Wyniki makroekonomiczne osiągnięte przez Polskę w ciągu ostatnich lat mają kilka cech wspólnych z wy-

kami lat 90. w pięciu krajach Azji Wschodniej najbardziej dotkniętych kryzysem walutowym 1997 r. (patrz tabela 1). Stopa wzrostu realnego PKB wynosiła 6 – 7% rocznie w ciągu ostatnich trzech lat, porównywalnie do niektórych tygrysów azjatyckich. Rachunek obrotów bieżących pogarsza się w tempie alarmującym – od nadwyżki równej 3,3% PKB w 1995 r. do 3,2% deficytu w 1997 r. Jest on niższy niż deficyt w Tajlandii, Malezji, na Filipinach (i Republice Czeskiej), ale mieści się w tym samym przedziale co deficyt w Indonezji i Korei. Ponadto, podobnie jak we wszystkich pięciu krajach Azji Wschodniej, kredyt bankowy (w szczególności dla przedsiębiorstw) rośnie szybciej niż nominalny PKB⁷. Jakie jest zatem ryzyko kryzysu walutowego w Polsce?

Ostatnie wyniki makroekonomiczne Polski sugerują ostrożny optymizm.

Po pierwsze, w Polsce duża część napływającego kapitału zawsze miała formę zagranicznych inwestycji bezpośrednich (co jest prawdopodobnie związane z dobrymi metodami zarządzania przedsiębiorstwami) oraz w żadnym wypadku nie powodowała zadłużenia.

Po drugie, podczas gdy wzrosły inwestycje portfelowe, szczególnie w 1997 r. i na początku 1998 r., kwoty przypisywane nierezydentom są nadal niewielkie w stosunku do rezerw NBP.

Po trzecie, w 1997 r. władze poczyniły dostosowania w polityce mające zapobiec pogorszeniu deficytu na rachunku obrotów bieżących. Pozwolono na wzrost realnej stopy procentowej o więcej niż 6 punktów procentowych w celu obniżenia wzrostu popytu krajowego; opóźniono planowaną redukcję stopy pełzania kursu walutowego w celu podtrzymania konkurencyjności polskiego eksportu. Rozwiązania te przyniosły pożądane efekty: zmiany na rachunku obrotów bieżących (deficyt w 1997 r. był mniejszy od planowanego o około 2 punkty procentowe PKB) oraz zmniejszenie 12-miesięcznej stopy wzrostu poziomu kredytu bankowego z 40% rocznie w połowie 1997 r. do 33% na koniec roku. Równie istotne jest to, że na rynki finansowe został wysłany sygnał, iż władze polskie zamierzają ograniczać przegrzanie gospodarki.

Po czwarte, w 1997 r. nadal trwał silny wzrost gospodarczy, wspomagany wynikami eksportu, bez oznak utraty międzynarodowej konkurencyjności.

W momencie kiedy powstaje to opracowanie, w Polsce nadal można zaobserwować oznaki przegrzania: wątpliwe jest spowolnienie inflacji, płace realne rosną szybko, nadal szybko wzrasta poziom kredytu bankowego, oczekuje się dalszego pogłębienia deficytu na rachunku obrotów bieżących w 1998 r. Zapobieganie tym problemom jest utrudnione przez obserwowany ostatnio wzrost zainteresowania inwestorów zagranicznych polskimi aktywami spowodowany faktem, że stopy procentowe są bardzo wysokie w ujęciu realnym oraz faktem, że konieczne ograniczenia fiskalne wymagają trudnych decyzji politycznych. Trudności te są podobne do tych, przed którymi stali politycy w Azji.

Dylematy te ilustrują konsekwencje zmian w polityce ogłoszonych przez powołaną na początku roku 1998 Radę Polityki Pieniężnej (RPP). Po pierwsze, aby podkreślić, że redukcja inflacji jest jej celem podstawowym, Rada obniżyła stopę pelzania złotego oraz ustanowiła próg interwencji na poziomie poniżej głównej krótkoterminowej stopy procentowej. Takie połączenie rozwiązań wzmacnia presję na napływ kapitału z możliwymi konsekwencjami inflacyjnymi. Aby temu zapobiec rozszerzono pasmo wahań kursu walutowego z 7% do 10% po każdej stronie parytetu centralnego oraz położono kres interwencjom rynkowym. W rezultacie kurs walutowy aprecjonował o 4 – 5% w stosunku do parytetu centralnego, zwiększając ryzyko utraty konkurencyjności przez polskich producentów oraz powiększając deficyt na rachunku obrotów bieżących. Ten ostatni efekt jest głównym ryzykiem podejmowanej obecnie polityki.

Do chwili obecnej, ciężar dostosowań był prawie całkowicie przejmowany przez politykę monetarną. Na tym etapie zacieśnianie pozycji fiskalnej mogłoby zapewnić rozwiązanie obecnego dylematu politycznego, ponieważ umożliwiłoby zastosowanie niższych stóp procentowych oraz zmniejszyło presję na kurs walutowy. W krótkim okresie ograniczenia fiskalne mogłyby zostać osiągnięte poprzez wstrzymanie wydatków, nawet jeśli dochody przewyższają oczekiwania. Być może pozycja fiskalna jest bardziej istotną kwestią w średnim okresie, kiedy konieczne będzie pogodzenie celu konsolidacji fiskalnej oraz zobowiązań wynikających z kosztownych reform administracji lokalnej, ubezpieczeń społecznych, zdrowotnej i edukacji.

Jeśli problemy te zostaną rozwiązane na korzyść konsolidacji fiskalnej, ułatwione zostanie zadanie kontroli inflacji, podtrzymania konkurencyjności oraz utrzymania deficytu na rachunku obrotów bieżących w rozsądnych granicach.

3. 2. Słabości strukturalne

Jak wynika z doświadczeń azjatyckich, konieczne jest zwrócenie uwagi nie tylko na agregaty makroekonomiczne, ale również na słabości strukturalne, które mogą być przyczyną potencjalnego kryzysu walutowego. Tu również można wykazać ostrożny optymizm:

1. Widoczne są oznaki wzmocnienia sektora finansowego. Jakość portfela kredytowego stopniowo ulega poprawie, nie ma do tej pory oznak pogorszenia jakości kredytów bankowych dla przedsiębiorstw pomimo wysokich stóp procentowych oraz spowolnienia akcji kredytowej w ciągu ostatnich kilku miesięcy⁸. Ponadto, w przeciwieństwie do Tajlandii lub Malezji, portfele bankowe nie są osłabione przez dużą wartość kredytów dla sektora nieruchomości. Jednak konieczne są również ostrzeżenia. Po pierwsze, słabości w portfelach kredytowych banków często nie są ewidentne dopóki nie zakończy się okres gwałtownej ekspansji kredytowej, szczególnie jeśli spowolnienie jest nagłe. Po drugie, znacząca część sektora bankowego pozostaje w rękach państwa, a państwowe gwarancje depozytów stanowią ogromne warunkowe zobowiązania dla budżetu państwa. Po trzecie, powolna reakcja wzrostu poziomu kredytu na wyjątkowo wysokie stopy procentowe w ciągu lata i jesieni 1997 r. wskazuje na powolność w podejmowaniu decyzji przez banki oraz brak reagowania na sygnały rynkowe.
2. W sektorze przedsiębiorstw można zaobserwować pozytywne sygnały w postaci silnego wzrostu produkcji, sukcesów na rynkach eksportowych, utrzymania dochodowości, zdolności do spłaty zaciągniętych kredytów. Jednak ciągle wysoki udział przedsiębiorstw państwowych (oceniany na ponad 40% produkcji przemysłowej) jest powodem do niepokoju, ponieważ może powodować, że nierynkowe cele, takie jak zatrudnienie lub wspomaganie gospodarek lokalnych, będą wpływały na decyzje zarządu. Po-

nadto, przedsiębiorstwa państwowe wydają się być mniej elastyczne, mniej odporne i szczególnie wrażliwe na nagłe pogorszenie warunków rynkowych. W tym kontekście szybki wzrost kredytów dla przedsiębiorstw, przy bardzo wysokim poziomie realnych stóp procentowych, jest sygnałem niepokojącym, podobnie jak niezdolność przedsiębiorstw państwowych do utrzymania dyscypliny płacowej. Podobnie presja na ochronę sektorów niewydajnych (np. stałowego, urzędów rolniczych), poprzez utrzymywanie lub wprowadzanie taryf importowych, wskazuje na to, że przedsiębiorstwa w niektórych sektorach gospodarki są niechętnie poprawianiu rentowności.

Wydaje się, że można sformułować dwa wnioski dla Polski. Jeden to taki, że szybki wzrost i sprzyjające warunki na międzynarodowych rynkach kredytowych nie ograniczają konieczności reform strukturalnych mających na celu stworzenie elastycznych instytucji rynkowych. Przeciwnie, znoszenie ograniczeń budżetowych, wynikające z napływów kapitału, czyni reformy te jeszcze bardziej pilnymi. W dużym stopniu chodzi tu o szybką prywatyzację, dzięki której powstaną firmy o strukturze własności i zarządzania pozwalającej na efektywne osiąganie celów rynkowych. Oznacza to zapewnienie właściwych warunków prawnych i regulacyjnych.

Drugi wniosek jest taki, że nadal należy zwracać uwagę na deficyt na rachunku obrotów bieżących. Bank centralny jasno określił, że jego głównym celem jest ograniczanie inflacji. Obecnie rząd musi zdecydować, ile dostosowań fiskalnych powinien przeprowadzić. Silna polityka fiskalna umożliwi deprecjację kursu walutowego i większy eksport, podczas gdy słabsza pozycja oznaczać będzie, że cel inflacyjny może zostać osiągnięty jedynie kosztem słabszego eksportu i głębszego deficytu na rachunku obrotów bieżących.

Przypisy

¹ Opinie wyrażone w opracowaniu reprezentują stanowisko autora oraz niekoniecznie Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

² Pod pojęciem „kryzys walutowy w Azji Wschodniej” rozumie się poważne trudności z bilansem płatniczym oraz deprecjację kursów walutowych, które miały miejsce w krajach grupy ASEAN-4 (Tajlandia, Filipiny, Malezja i Indonezja) oraz w Korei.

³ Patrz *World Economic Outlook, Interim Assessment* (Waszyngton: MFW, grudzień 1997) oraz *World Economic Outlook* (Waszyngton: MFW, październik 1997). Analiza przedstawiona w WEO obejmuje trzy etapy. Przede wszystkim opracowywane są spójne założenia co do cen produktów, kursów walutowych i stóp procentowych. Przygotowywany jest scenariusz zawierający założenia WEO. Następuje proces powtarzanych korekt w celu zapewnienia spójności prognoz opracowanych przez poszczególne biura krajowe.

⁴ Efekt na rachunku obrotów bieżących w 1997 r. jest mniejszy ponieważ szok jest łagodzony przez wyczerpanie rezerw oraz zwiększenie oficjalnego pożyczania. W 1998 r. dostosowania na rachunku obrotów bieżących będą musiały być większe.

⁵ Sekcja ta opiera się na analizie zaprezentowanej w *World Economic Outlook* z grudnia 1997 r.

⁶ Bayesowski rozkład prawdopodobieństwa warunkowego.

⁷ W Polsce szybki wzrost kredytów bankowych jest częściowo wzrostem o charakterze strukturalnym z relatywnie niskich poziomów. Jednak fakt, że poziom kredytów rósł szybko pomimo wyjątkowo wysokich realnych stóp procentowych może być powodem do niepokojów.

⁸ Pogorszenie się realizacji ratalnego kredytu konsumenckiego może sygnalizować konieczność wzmocnienia nadzoru. Kredyt ratalny stanowi jednak zbyt małą część bilansu bankowego, aby mógł być traktowany jako zagrożenie.

* Autor jest stałym przedstawicielem Międzynarodowego Funduszu Walutowego w Polsce.