

Łukasz Kubicki  
Studenckie Koło Naukowe Polityki Gospodarczej  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

## Kryzysy walutowe w dobie globalizacji na przykładzie Argentyny

### 1. Wstęp

Kryzys walutowy jest zjawiskiem charakterystycznym dla obecnych procesów gospodarowania. Jego wpływ na gospodarkę jest ogromny. To właśnie z jego powodu rządy upadają a nowe są tworzone. Wiek XX i początek wieku XXI pokazują, iż skutki kryzysów dla gospodarek są wręcz nieobliczalne. Jego wybuch często powoduje spustoszenie: społeczne, polityczne i gospodarcze<sup>1</sup>.

Wydarzenia w gospodarce światowej ostatnich lat pozwalają stwierdzić, iż fala kryzysów walutowych pojawia się z coraz większą częstotliwością. Czy ma na to wpływ, tak jak sugeruje tytuł referatu, globalizacja procesów gospodarowania?

### 2. Globalizacja procesów gospodarowania

Wraz z postępującą globalizacją procesów gospodarowania, liberalizacją przepływów kapitałowych i rozwojem rynków finansowych kapitały przepływają coraz szybciej i coraz swobodniej.

Czy zatem globalizacja ekonomiczna powoduje, iż kryzysy walutowe są zjawiskiem nieuchronnym? Czy ma ona wpływ na występowanie kryzysów walutowych?

Globalizacja oznacza zrastanie się różnych i początkowo niezależnych rynków w ponadnarodowe. Powoduje ona zacieśnienie wzajemnych powiązań handlowych i inwestycyjnych. Kraje coraz częściej znoszą ograniczenia w handlu zagranicznym, w wymienialności, transferze walut i przepływie kapitału.

Globalizacja postępuje, bo oznacza uruchomienie tego samego mechanizmu ekonomicznego, który wymusza wzrost produktywności w skali rynku lokalnego czy krajowego, również w skali globalnej, wychodzącej poza dwa wymienione rynki. Narzędziem wzrostu tej produktywności jest przepływ kapitałów z gospodarek gorszych do lepszych i odpowiednio z przedsięwzięć i przedsiębiorstw, które gwarantują lepsze od innych wykorzystanie powierzonych im kapitałów. Globalizacja umożliwia, zatem posługiwanie się rachunkiem ekonomicznym w skali globalnej i taką też alokację zasobów<sup>2</sup>.

Promuje ona liberalizację, która oznacza w omawianym kontekście, swobodę przepływu kapitału i wymienialność walut. Liberalizacja obrotów kapitałowych

---

<sup>1</sup> M. Bordo, B. Eichengreen, D. Klingebiel, M. Soledad Martinez-Peria, *Financial Crises. Lessons from the last 120 years*, „Economic Policy”, kwiecień 2001, s. 56-59.

<sup>2</sup> *Globalization: Threat or Opportunity?*, International Monetary Fund, Washington DC 2000, s. 1-5.

i równoczesne wprowadzanie nowych technologii na rynkach finansowych powodują obniżkę kosztów transakcyjnych, co naturalnie zwiększa mobilność kapitału. Dlatego też uczestnicy globalnego rynku finansowego mogą zdecydować o wycofaniu kapitału z danego kraju, przyczyniając się jednocześnie do wybuchu kryzysu walutowego.

Istnienie ryzyka niejako wymusza na władzach państwowych większą odpowiedzialność za prowadzoną politykę gospodarczą. Inwestorzy zagraniczni poprzez swoje decyzje dokonują oceny polityki gospodarczej i jej autorów. Globalny rynek finansowy staje się, zatem surowym recenzentem posunięć władz fiskalnych i monetarnych danego państwa. W tym sensie globalizacja może nawet zmniejszyć ryzyko wybuchu kryzysu.

Należy jednak się zastanowić czy istnieje alternatywa dla liberalizacji dewizowej w warunkach globalizacji rynków finansowych? Istnieje opinia, że takiej alternatywy nie ma. Rozwój instrumentów rynku finansowego powoduje, że stosowanie ograniczeń, częściowa liberalizacja, nie spełnia oczekiwań przed nią stawianych i w praktyce okazuje się fikcją<sup>3</sup>. Mobilność kapitału powinna być nieograniczona, co wiąże się ze wsparciem dla odpowiedzialnej polityki gospodarczej. Poza tym większa mobilność kapitału nakłada na kraj większą odpowiedzialność za prawidłowy nadzór i regulację systemu finansowego<sup>4</sup>.

Celem niniejszego opracowania jest ukazanie przyczyn, przebiegu i skutków kryzysów walutowych na przykładzie gospodarki Argentyny.

### 3. Mechanizm kryzysu

Kryzys walutowy to czasowa niestabilność rynku finansowego, przejawiająca się brakiem jego płynności i niewypłacalnością jego uczestników<sup>5</sup>.

Zapalnikiem kryzysu walutowego jest nagle wycofanie zagranicznego kapitału. Spowodowane jest to najczęściej nieoczekiwanym pojawieniem się złej informacji. Reakcja inwestorów bywa tak gwałtowna, a odpływ waluty tak wysoki, iż następuje silna deprecjacja waluty krajowej. Odpływ ten oddziałuje destrukcyjnie na bilanse finansowe przedsiębiorstw i banków, powodując bankructwa części podmiotów. Następuje załamanie kursów akcji i cen na rynku nieruchomości<sup>6</sup>.

Narastanie przyczyn kryzysu walutowego trwa jednakże dłuższy okres. Nagromadzenie negatywnych tendencji jest możliwe, gdyż w rzeczywistości inwestorzy nie dostosowują się na bieżąco do zmieniającej się sytuacji rynkowej. Zwykle jest to spowodowane zniekształceniem sygnałów wysyłanych przez rynek. Zniekształcenie dotyczące kursu walutowego może być spowodowane jego niską elastycznością lub wręcz jej brakiem<sup>7</sup>.

<sup>3</sup> W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, *Kryzysy walutowe*, PWN, Warszawa 2001, s. 181-182.

<sup>4</sup> R. Dornbush, *Międzynarodowe Przedsiębiorstwo Badawcze*, „World Economic Trends”, czerwiec, lipiec 1997, s. 16-20.

<sup>5</sup> M. Bordo, *op. cit.*, s. 55.

<sup>6</sup> W. Małecki, *op. cit.*, s. 9-10.

<sup>7</sup> C. Józefiak, *Czy w dobie globalizacji kryzysy walutowe są zjawiskiem nieuchronnym?* w: *Referaty VII Kongresu Ekonomistów Polskich*, Warszawa 2001, s. 6-7.

W sytuacji, gdy kurs walutowy jest sztywny, to nie jest on kształtowany przez wielkość popytu i podaży na daną walutę. Poza tym uczestnicy rynku uważają, że istnieje gwarancja jego utrzymania. Zachęca to ich do posiadania otwartych pozycji walutowych, bez względu na uwarunkowania makroekonomiczne. Powoduje to nadmierną realną aprecjację waluty krajowej. Stosowanie kursu stałego niesie z sobą także groźbę nadmiernej ekspansji spowodowanej szybkim wzrostem zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw. W sytuacji wybuchu kryzysu walutowego bankructwo części podmiotów jest wówczas przesądzone.

Płynny kurs walutowy kształtowany jest przez wielkość podaży i popytu danych walut. A zatem nagła zmiana tych wielkości odzwierciedlana jest w wysokości kursu walutowego. W sytuacji stosowania płynnego kursu walutowego inwestorzy uwzględniają w swoich decyzjach ryzyko kursowe, a sam system płynnego kursu walutowego stanowi ochronę przed nadmierną, nagłą deprecjacją waluty.

#### 4. Ogólna sytuacja gospodarcza Argentyny na początku lat dziewięćdziesiątych

Przyczyn kryzysu walutowego w Argentynie, który wybuchł w 2001 roku należy doszukiwać się już w latach dziewięćdziesiątych. Koniec lat osiemdziesiątych i początek dziewięćdziesiątych to okres, w którym panowała hiperinflacja. Nastąpiła wtedy utrata zaufania społeczeństwa do władz monetarnych, a bank centralny nie mógł skutecznie działać.

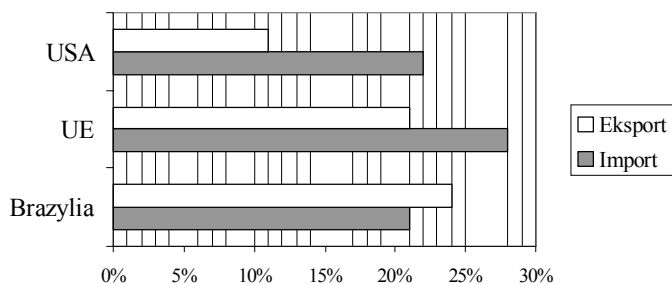
Począwszy od roku 1991 wprowadzane zostało wiele reform strukturalnych, mających na celu poprawę niskiej konkurencyjności gospodarki Argentyny, walkę z hiperinflacją, a także przywrócenie zaufania społeczeństwa i inwestorów zagranicznych do rynku finansowego.

Rząd zdecydował się na trudne reformy instytucji państwowych, szeroko zakrojoną prywatyzację, restrukturyzację długu zagranicznego, jak i również liberalizację handlu zagranicznego. Reforma handlu zakładała zniesienie części barier importowych i obniżenie stawek celnych. W latach 1991-94 sprywatyzowano ponad 90% przedsiębiorstw państwowych a dochody z prywatyzacji przeznaczono na obsługę zadłużenia zagranicznego. Prywatyzacja przyczyniła się do znacznej poprawy efektywności przedsiębiorstw, powodując jednocześnie wzrost stopy bezrobocia.

W 1991 roku Argentyna wraz z trzema państwami regionu: Brazylią, Paragwajem i Urugwajem utworzyły strefę wolnego handlu – Mercosur. Miała ona na celu podniesienie znaczenia handlu między państwami, członkami strefy, a także przyciągnięcie kapitału zagranicznego. Jednakże działalność paktu Mercosur jest często krytykowana przez ekonomistów. Jest on uważany za zbyt protekcyjny i ogranicza powiązania krajów z pozostałymi gospodarkami na świecie<sup>8</sup>. Fakt ten wydaje się być szczególnie istotny w przypadku Argentyny, kraju który w niewielkim stopniu powiązany jest z gospodarką światową.

---

<sup>8</sup> S. Edwards, *This Argentine scheme*, „Financial Times”, 21 stycznia 2002.

**Rysunek 1.** Główni partnerzy handlowi Argentyny

Źródło: The World Factbook 2001, <http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/ar.html>, 05.04.2002.

Na początku lat dziewięćdziesiątych podjęto próby reform sektora publicznego gospodarki. Reformy te miały zracjonalizować wydatki i zwiększyć dochody, w celu wyeliminowania deficytu budżetowego. Przeprowadzono reformę systemu podatkowego (wprowadzono podatek pośredni VAT), administracji, edukacji, świadczeń społecznych, w tym systemu emerytalnego. Rozpoczęto także reformę systemu finansowego, wprowadzając system izby walutowej.

## 5. System izby walutowej

W roku 1991, na mocy Ustawy o wymienialności, wprowadzono reżim walutowy oparty na systemie izby walutowej. Bank centralny zobowiązał się wymieniać peso na dolary po sztywnym kursie 1:1. Kurs nie mógł być zmieniany. Celem takiego działania było przywrócenie wiarygodności argentyńskiego systemu finansowego i pokazanie inwestorom zagranicznym, iż nastąpiła fundamentalna zmiana w prowadzeniu polityki pieniężnej<sup>9</sup>.

W rezultacie system izby walutowej uniemożliwił bankowi centralnemu Argentyny aktywny wpływ na bazę monetarną, podaż pieniądza i wysokość stóp procentowych. Bank centralny mógł udzielać kredyty refinansowe wyłącznie w sytuacji, gdy rezerwy walutowe były większe od bazy monetarnej. A zatem w momencie, gdy następował odpływ kapitału zagranicznego i malały rezerwy walutowe, bank centralny nie mógł skutecznie działać.

Pewnym odstępstwem od systemu izby walutowej, była możliwość sprzedawania przez rząd obligacji skarbowych denominowanych w dolarach. Wielkość takich emisji nie mogła jednak przekroczyć 20% wielkości bazy monetarnej. Wyjątek ten dawał możliwości zwiększenia płynności krajowego systemu bankowego.

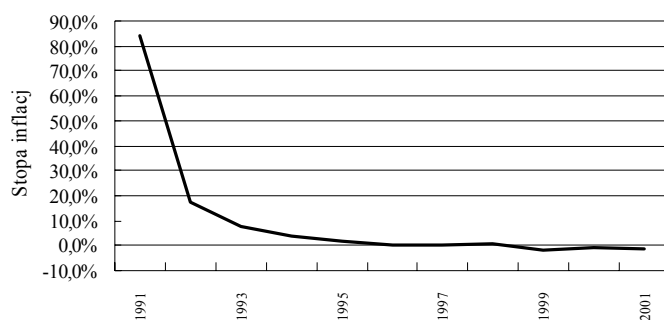
Wprowadzenie zmian w polityce pieniężnej, nie tylko zmieniło pozycję banku centralnego (nie odgrywał już roli pożyczkodawcy ostatniej instancji), ale wpłynęło również na całość systemu bankowego. Wzmocniono nadzór bankowy i zwiększono

<sup>9</sup> W. Małecki, *op. cit.*, s. 49-51.

nałożone na banki wymagania kapitałowe. Jednocześnie nakazano bankom utrzymywanie 40% aktywów w postaci amerykańskich papierów skarbowych. Zaostrzono również normy dotyczące obowiązku dywersyfikacji portfeli kredytowych banków, co miało zmniejszyć ryzyko związane z niewypłacalnością pożyczkobiorców. Wszystkie te działania podnosiły zarówno bezpieczeństwo systemu bankowego, jak i koszty jego funkcjonowania. Wyrażało się to w relatywnie wysokim koszcie kredytu bankowego.

System izby walutowej pomógł pokonać hiperinflację. Stopa inflacji spadła z 2314% w 1990 roku do 0,9% w 1998 roku. W latach 1999-2001 wystąpiła deflacja.

**Rysunek 2.** Stopa inflacji w Argentynie



Źródło: Deutsche Bank Research, Country Infobase, dane z dnia 22.01.2002.

Jednakże zastosowanie izby walutowej spowodowało, iż władze monetarne stały się bezbronne wobec spadku kursu waluty kraju będącego głównym partnerem handlowym – Brazylii. To oznaczało realną aprecjację peso, pogorszenie konkurencyjności eksportu, a w konsekwencji jego spadek i długotrwałą recesję.

Należałoby się zastanowić nad celowością wprowadzenia systemu izby walutowej. Zastosowanie tego reżimu walutowego częściowo i krótkookresowo spełniło oczekiwania, po latach chaosu, powtarzających się dewaluacjach i falach hiperinflacji, sytuacja makroekonomiczna ustabilizowała się. Jednakże w ekonomii nie ma prostych recept, a każde działanie niesie skutki krótko- i długofalowe. W rezultacie system izby walutowej powodował, iż gospodarka argentyńska stała się mało konkurencyjna, była nieodporna na szoki zewnętrzne. Wysoka stopa dochodowości argentyńskich obligacji, przekładała się na wysokie realne stopy procentowe, które z kolei mogły negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy.

Dlaczego zatem wprowadzono system izby walutowej? Ówczesne argentyńskie elity polityczne uważały, iż istnieje szansa utworzenia unii walutowej łączącej system pieniężny Argentyny z systemem pieniężnym USA. Izba walutowa trwale wiążąca peso z dolarem miała pomóc wprowadzeniu unii walutowej. Jednakże od samego początku, idea taka wydawała się mało realna. Nie istniały wystarczające przesłanki by Rezerwa Federalna USA stała się pożyczkodawcą ostatniej instancji dla banków Argentyny. Pomysł dolaryzacji ukazuje jak dalekie od realiów gospodarczych są niektóre idee polityczne.

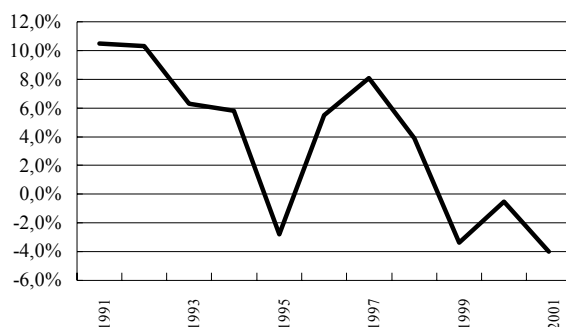
Jednym z podstawowych celów wprowadzenia izby walutowej była walka z hiperinflacją. Czy rzeczywiście jej zastosowanie było jedynym słusznym rozwiązaniem? Wskazane powyżej negatywne skutki pokazują, iż z całą pewnością nie. Sposobem na przywrócenie stabilności systemu finansowego mogła być konsekwentnie realizowana polityka bezpośredniego celu inflacyjnego. Polityka taka stanowiłaby również kotwicę antyinflacyjną, nie pozbawiając jednocześnie banku centralnego autonomii w prowadzeniu polityki pieniężnej.

Wydaje się, iż powiązanie peso z dolarem nie było najlepszym rozwiązaniem. Kurs peso nie powinien być na stałe związany, a tym bardziej wyłącznie z dolarem. Należało rozważyć odniesienie peso do koszyka walut krajów, będących głównymi partnerami handlowymi Argentyny.

Co więcej wydaje się, iż po ustabilizowaniu gospodarki i przywróceniu zaufania do banku centralnego, warto było zastosować odmianę kursu płynnego w postaci kroczącej, pełzającej dewaluacji. W ramach tego reżimu kursowego kurs peso mógłby się zmieniać w dopuszczalnym paśmie wahań. Bank centralny miałby prawo interwencji na rynku walutowym, gdy kurs zbliżałby się do górnej lub dolnej granicy wahań.

Wprowadzenie szeregu reform, ustabilizowanie inflacji, przynajmniej w początkowej fazie spowodowało zdynamizowanie gospodarki. Po latach spadku PKB, nastąpił jego dynamiczny wzrost, aż do roku 1995, kiedy to miał miejsce kryzys walutowy.

**Rysunek 3.** Zmiany wielkości realnych PKB w %



Źródło: World Development Indicators Database, <http://www.worldbank.org/data/countrydata/countrydata.html>, 05.04.2002.

Należy zaznaczyć, iż są kraje, jak na przykład Honkong, Singapur, prowadzące politykę kursu przywiązanego do dolara, w których waluta była przedmiotem ataków spekulacyjnych grożących kryzysem walutowym. Jednakże silny system finansowy tych krajów, w tym wysokie rezerwy walutowe i skuteczna polityka pieniężna zabezpieczyła je przed wybuchem kryzysu walutowego.

Reżim walutowy currency board, pomimo iż został zniesiony w Argentynie, jest nadal popierany przez ekonomistów. Jest wskazywany jako długofalowe rozwiązanie dla krajów, które charakteryzowały się wieloletnim brakiem stabilności monetarnej.

Podkreśla się jednak konieczność przeprowadzania reform strukturalnych gospodarki m. in. finansów publicznych i prywatyzację<sup>10</sup>.

## 6. Szoki zewnętrzne

W dobie globalizacji procesów gospodarowania międzynarodowe otoczenie nabiera kluczowe znaczenie. Inwestorzy coraz częściej oceniają gospodarki poprzez pryzmat całych regionów (np. Ameryka Łacińska), czy wręcz grup gospodarek o podobnych cechach (np. *emerging markets*). Banki inwestycyjne i duże banki komercyjne tworząc portfel lokat uwzględniają stopę ryzyka i spodziewaną stopę dochodowości. Alokacja zasobów odbywa się oczywiście globalnie, co jeszcze w większym stopniu łączy gospodarki. Spadki cen aktywów w jednym kraju, oznaczają konieczność wycofania kapitału z innego tak, aby zyski zrekompensowały poniesione wcześniej straty. Powoduje to, iż gospodarki są narażone na szoki zewnętrzne, że sytuacja gospodarcza jednego kraju determinuje kondycję gospodarki drugiego.

Argentyna jest z całą pewnością krajem, w którym szoki zewnętrzne zadecydowały o wybuchu kryzysów walutowych. Wprowadzenie systemu izby walutowej spowodowało, iż gospodarka w jeszcze większym stopniu stała się podatna na szoki zewnętrzne. Można było to zaobserwować dwukrotnie w latach dziewięćdziesiątych i po raz trzeci w roku 2001. W roku 1995 kryzys meksykański wywołał kryzys walutowy w Argentynie, a w roku 1999 dewaluacja brazylijskiego reala spowodowała długotrwałą recesję w Argentynie, w rezultacie której w 2001 roku Argentyna ogłosiła niewypłacalność.

Pierwszym poważnym sprawdzianem poprawności funkcjonowania systemu izby walutowej okazał się kryzys walutowy w Meksyku. Spowodował on gwałtowny spadek zaufania inwestorów do krajów rozwijających się w Ameryce Południowej, co w rezultacie przyczyniło się do masowego odpływu kapitału. Sytuacja ta została nazwana „efektem tequili”. W Argentynie nastąpił spadek depozytów bankowych o 17,6% (8 mld USD) a wielkość płynnych rezerw międzynarodowych zmniejszyła się o 30%<sup>11</sup>. Gwałtowne i masowe wycofywanie depozytów doprowadziło do problemów z utrzymaniem płynności przez wiele banków, szczególnie lokalnych. Nie dotyczyło to banków zagranicznych, które w tym czasie odnotowały wzrost wielkości depozytów. Na giełdzie w Buenos Aires nastąpił gwałtowny spadek cen akcji, główny indeks giełdowy Merval odnotował spadek o 46,5%. W takiej sytuacji istniało poważne ryzyko wybuchu kryzysu bankowego. Zażegnany on został dzięki kredytom Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Niemal stadne decyzje inwestorów oznaczające wycofywanie kapitału z Argentyny związane były z ryzykiem, jakie wówczas występowało. Obawiano się bowiem, iż w sytuacji braku zaufania do rynków Ameryki Łacińskiej, rząd nie uplasuje kolejnej emisji obligacji skarbowych. Spowodowałyby to niemożność wykupu papierów już wcześniej wyemitowanych.

<sup>10</sup> R. Dornbush, *Dornbush on global economy, Argentina, Russia, and much more...*, IMF Survey z dnia 25 marca 2002, s. 93-96.

<sup>11</sup> W. Małecki, *op. cit.*, s. 58.

W wyniku kryzysu walutowego nastąpił spadek PKB w 1995 roku o 2,8%, a inwestycje zmniejszyły się o ponad 13%. Jednakże Argentyna, dzięki dokonany­m wcześniej reformom strukturalnym i pomocy MFW, przetrwała kryzys, a decyzja o niewypłacalności kraju, jak się okaże w 2001 roku, została jedynie przesunięta w czasie.

Gospodarka Argentyny pokonała kryzys walutowy i szybko wyszła z recesji, w 1996 roku wzrost PKB wyniósł 5,5%. Do roku 1998 poprawiała się konkurencyjność eksportu, co związane było z wysoką inflacją w Brazylii.

Jednakże wpływ negatywnych szoków zewnętrznych na gospodarkę Argentyny zaobserwować można było ponownie w roku 1998. Nastąpiła wtedy kulminacja negatywnych wydarzeń, pogorszenie *terms of trade* Argentyny, wzrost stóp procentowych na rynku międzybankowym, a także recesja w Brazylii.

Pogorszenie wskaźnika *terms of trade* w roku 1997 wiązało się ze spadkiem cen towarów eksportowanych przez Argentynę. Struktura eksportu ukazuje, iż były to głównie surowce i żywność.

**Tabela 1.** Wskaźnik *terms of trade* dla Argentyny:

|                | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| Terms of trade | 100  | 109  | 105  | 104  | 94   |

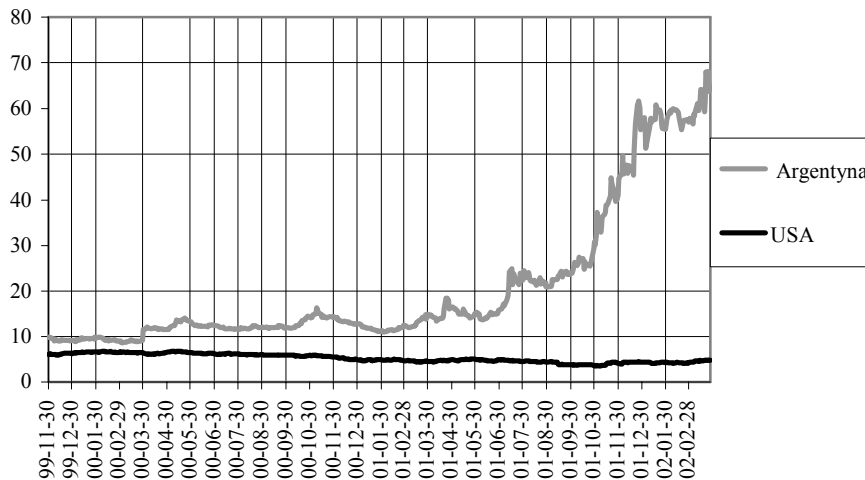
Źródło: Zestawienie na podstawie danych z: The World Factbook 2001, [www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/ar.html](http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/ar.html) i World Development Indicators Database, [www.worldbank.org/data/countrydata/countrydata.html](http://www.worldbank.org/data/countrydata/countrydata.html), 05.04.2002.

Dodatkowo w wyniku rosyjskiego kryzysu finansowego, nastąpił spadek zaufania inwestorów do tzw. *emerging markets*. Wiązało się to z podwyższeniem stóp procentowych. Trzecim negatywnym czynnikiem zewnętrznym, bodaj najpoważniejszym z punktu widzenia Argentyny, była recesja gospodarcza w Brazylii. W styczniu 1999 roku dokonano tam skokowej dewaluacji reala. Operacja ta wywarła wpływ na pozycję gospodarki Argentyny. Nastąpiło cenowe pogorszenie konkurencyjności, co przełożyło się na spadek argentyńskiego eksportu. Niestety polityczne uwarunkowania sprawiały, iż władze nie dopuszczały możliwości zmiany reżimu walutowego. Wydaje się, iż taka postawa władz była jedną z przyczyn kryzysu walutowego w 2001 roku.

## 7. Wybuch kryzysu walutowego

Kulminacja powyżej wymienionych trzech zewnętrznych czynników spowodowała, iż w 1999 r. spadek PKB wyniósł 3,4%, a inwestycje w gospodarce zmalały o prawie 13%. Po raz pierwszy w tym dziesięcioleciu wystąpiła deflacja (-1,8%), a deficyt budżetowy osiągnął nie notowany od lat poziom: 2,5% PKB. Niemoc rządu w bilansowaniu budżetu, zmuszała do emisji kolejnych serii obligacji skarbowych. Koszt obsługi długu stawał się coraz wyższy. Stale rosnąca premia za ryzyko miała odbicie w wysokich stopach dochodowości, które 19 grudnia 2001 roku były wyższe o 42,12% od stopy dochodowości obligacji amerykańskich.



**Rysunek 4.** Stopa dochodowości argentyńskich i amerykańskich obligacji 5-letnich

Źródło: Reuters.

Warto zaznaczyć, iż gospodarkę argentyńską cechowało nierozważne zarządzanie na szczeblu mikro. Pomimo przeprowadzonej prywatyzacji nieefektywnych przedsiębiorstw państwowych, takich jak narodowe linie lotnicze, czy spółek przemysłu petrochemicznego, istniał cały szereg firm prywatnych mających formalne lub przynajmniej domniemane gwarancje ze strony władz państwowych. Sytuacja taka rodziła tzw. pokusę nadużycia, która sprzyjała podejmowaniu nadmiernego ryzyka, zarządzaniu pozbawionym rachunku ekonomicznego, a także brakiem dyscypliny finansowej<sup>12</sup>.

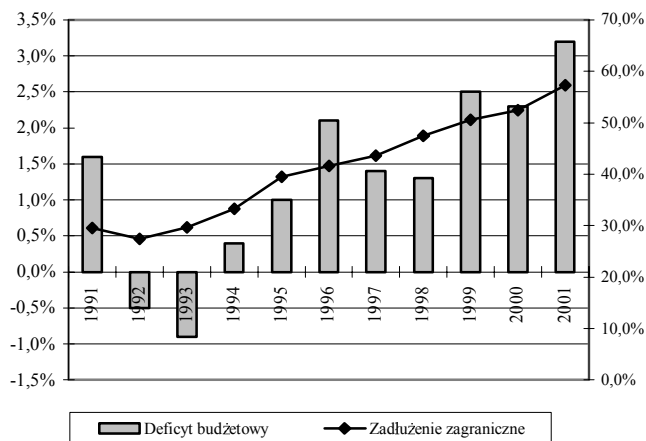
Inwestorzy liczyli również na kontynuację podjętych w 1991 roku reform strukturalnych, które umożliwiłyby zrównoważenie budżetu i zahamowanie wzrostu zadłużenia zagranicznego. Cechą charakterystyczną Argentyny było bowiem występowanie rosnących deficytów budżetowych, które stały się przyczyną wybuchu kryzysu<sup>13</sup>.

Należało zwiększyć wydolność systemu fiskalnego, zmniejszyć szarą strefę, usunąć korupcyjne układy, zliberalizować rynek pracy. Szczególnie istotne było przywrócenie kontroli i ograniczenie wydatków, jakie były ponoszone w prowincjach. Jednakże po trzech latach recesji gospodarczej, rosnącej polaryzacji społeczeństwa, wzrastającym bezrobociu, było mało prawdopodobne, by Argentyńczycy zaakceptowali zmniejszanie wydatków, przy jednoczesnej próbie zwiększenia dochodów. Programy proponowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy nie miały szans na społeczne poparcie.

**Rysunek 5.** Zadłużenie zagraniczne i deficyt budżetowy Argentyny w relacji do PKB

<sup>12</sup> F. Aguirre-Sacasa, *Argentina: A failure in market economics?*, „Financial Times”, 14 marca 2002.

<sup>13</sup> H. Kohler, *Promoting Sustained Growth and International Financial Stability*, IMF National Press Club, kwiecień 2002.



Źródło: *World Economic Outlook Database*, International Monetary Fund, kwiecień 2002.

Pomimo tego, w maju 2000 roku Argentyna wprowadziła plan oszczędnościowy, zakładający cięcie wydatków budżetowych o około 1 mld USD. Realizacja tego planu była warunkiem udzielenia Argentynie kolejnego kredytu przez MFW, tym razem o wartości 40 mld USD. Otrzymanie pomocy od MFW spowodowało entuzjastyczne reakcje rynków i uspokoiło inwestorów. Groźba wybuchu kryzysu walutowego została przesunięta w czasie.

Jednakże brak szans na ożywienie gospodarcze powodował, iż uczestnicy międzynarodowego rynku finansowego coraz bardziej obawiali się o niewypłacalność Argentyny. Kolejny minister gospodarki, Domingo Cavallo, podjął się próby ratowania gospodarki. W marcu 2001 ogłosił „Plan konkurencyjności”, zawierający propozycje nałożenia podatku na inwestycje finansowe i wprowadzenia ceł, które miały chronić producentów. Cavallo przedstawił również Kongresowi propozycje, by peso było związane w stosunku 50/50 do dolara i euro.

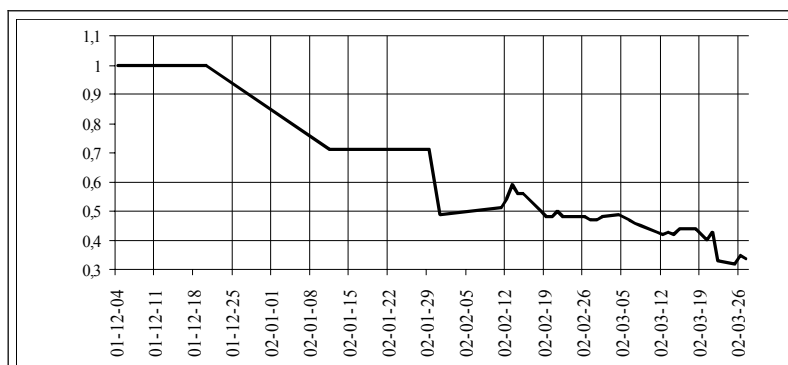
Sytuacja wymykała się spod kontroli. Kolejne programy rządu wywołały falę protestów społecznych. Agencje ratingowe coraz słabiej oceniały gospodarkę argentyńską, informując w lipcu 2001 roku, że Argentyna może być krajem niewypłacalnym.

## 8. Ogłoszenie niewypłacalności państwa

1 grudnia 2001 roku rząd wprowadził ograniczenia w dostępie do rachunków bankowych, co miało zapobiec wypływowi kapitału z systemu bankowego. Na ulicach wybuchły zamieszki, w wyniku których zginęli ludzie. 19 grudnia rząd wprowadził stan wyjątkowy. Następnie do dymisji podali się ministrowie, prezydent. Zostało ogłoszone formalne bankructwo kraju. W tym momencie zadłużenie zagraniczne Argentyny wynosiło 155 mld USD.

Argentyna wprowadziła moratorium na spłatę długu zagranicznego z propozycją jego restrukturyzacji i spłaty na nowych warunkach. Spowodowało to spadek cen obligacji rządu argentyńskiego do wcześniej nie notowanego poziomu 30 centów za 1 USD<sup>14</sup>.

**Rysunek 6.** Kurs argentyńskiego peso do dolara amerykańskiego



Źródło: The Central Bank of Argentina: Monetary and Financial Information, <http://www.bcra.gov.ar/comunes/ip0005.asp>, 05.04.2002.

4 stycznia, nowo wybrany prezydent zaczął urzędowanie od zniesienia powiązania peso z dolarem. Ustanowiono nowy kurs argentyńskiej waluty w relacji 1USD=1,4 peso. Następnie kurs peso został upłynniony i rozpoczął dramatyczny spadek.

Dewaluacja i deprecjacja doprowadziła do zmniejszenia realnej wartości oszczędności obywateli i jednocześnie zwiększyła koszty obsługi długu zagranicznego w dolarach.

Pojawiały się pomysły powrotu do stałego kursu peso powiązanego z dolarem, czyli wprowadzenia rozwiązania, które pogrążyło Argentynę w chaosie. Ogłoszono plan wprowadzenia kolejnej waluty: Argentino. Istniała jednak obawa, że doprowadzi ona do jeszcze większego chaosu na rynku, głębokiej dewaluacji, wybuchu hiperinflacji i fali bankructw przedsiębiorstw.

Kryzys walutowy ujawnił słabość argentyńskiego systemu bankowego. Pomimo faktu, iż większość instytucji finansowych była prywatna, banki państwowe nadal odgrywały znaczną rolę, gromadząc około jednej trzeciej wszystkich depozytów. Rentowność banków państwowych od kilku lat była ujemna, a udział kredytów straconych w portfelach kredytowych drastycznie wzrastał. Według danych banku centralnego Argentyny udział niespłaconych kredytów w całym systemie bankowym sięgnął w 2001 roku 54% wielkości udzielonych kredytów. W zaistniałej sytuacji rząd podjął decyzję o całkowitym zamrożeniu wypłaty depozytów i zaproponował ich zamianę na obligacje o pięcio- i dziesięcioletnim terminie wykupu.

<sup>14</sup> Cena obligacji z terminem zapadalności na 2008 r. według Reuters'a w dniu 7.01.2002.

Wprowadzenie restrykcji dotyczących wypłat z kont obywateli stało się przyczyną kolejnych protestów. Sąd Najwyższy orzekł, że zamrożenie kont jest niezgodne z konstytucją<sup>15</sup>.

Początek 2002 roku to czas całkowitej destabilizacji: społecznej, politycznej i gospodarczej. To okres, w którym mogliśmy obserwować zmiany ministrów, prezydentów. Władze państwowe nie były w stanie przestawić spójnego programu odbudowy państwa, brakowało jasnej koncepcji działania.

## 9. Zakończenie

Globalizacja procesów gospodarowania powoduje, iż coraz więcej państw jest obecnych na międzynarodowym rynku finansowym. Jest to z całą pewnością zarówno szansa, a jednocześnie ryzyko związane z występowaniem szoków zewnętrznych. Wydaje się, iż najpoważniejszym niebezpieczeństwem jest kryzys walutowy.

Jednakże nagłe wycofanie kapitału może być spowodowane wadami instytucjonalnymi, jak na przykład brakiem elastyczności kursu walutowego, czy też błędną bieżącą polityką gospodarczą, na przykład występowaniem deficytów budżetowych. Kryzys walutowy może wynikać również z błędnego zarządzania na szczeblu mikroekonomicznym.

W wyniku globalizacji procesów gospodarowania Argentyna stała się krajem narażonym na szoki zewnętrzne. Dlatego też przed rządem stoi wyzwanie, jak realizować politykę gospodarczą uwzględniając owe globalne otoczenie.

Kryzys w Argentynie ukazuje jak niebezpieczny w skutkach jest brak szybkich i właściwych reform gospodarki zarówno na szczeblu mikro jak i makro. Nie wolno ich odkładać, bowiem ich przeprowadzenie w czasie recesji, czy przy niesprzyjającym otoczeniu zewnętrznym może okazać się wręcz niemożliwe.

## Bibliografia

1. Aguirre-Sacasa F., *Argentina: A failure in market economics?*, „Financial Times”, 14 marca 2002.
2. Bordo M., Eichengreen B., Klingebiel D., Soledad Martinez-Peria M., *Financial Crises. Lessons from the last 120 years*, „Economic Policy”, kwiecień 2001.
3. Catan T., *Argentina strikes raise fears of renewed rioting*, „Financial Times”, 22 kwietnia 2002
4. Deutsche Bank Research, Country Infobase, dane z dnia 22.01.2002.
5. Dornbush R., *Dornbush on global economy, Argentina, Russia, and much more...*, IMF Survey, 25 marca 2002
6. Dornbush R., *Międzynarodowe Przedsiębiorstwo Badawcze*, „World Economic Trends”, czerwiec-lipiec 1997.
7. Edwards S., *This Argentine scheme*, „Financial Times”, 21 stycznia 2002.

---

<sup>15</sup> T. Catan, *Argentina strikes raise fears of renewed rioting*, „Financial Times”, 22 kwietnia 2002.

8. *Globalization: Threat or Opportunity?*, International Monetary Fund, Washington DC 2000.
9. Józefiak C., *Czy w dobie globalizacji kryzysy walutowe są zjawiskiem nieuchronnym?*, w: *Referaty VII Kongresu Ekonomistów Polskich*, Warszawa 2001.
10. Kohler H., *Promoting Sustained Growth and International Financial Stability*, IMF National Press Club, kwiecień 2002.
11. Małecki W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U., *Kryzysy walutowe*, PWN, Warszawa 2001.
12. The Central Bank of Argentina: Monetary and Financial Information, <http://www.bcra.gov.ar/comunes/ip0005.asp>.
13. The World Factbook 2001, <http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/ar.html>.
14. *World Economic Outlook Database*, International Monetary Fund, kwiecień 2002.
15. World Development Indicators Database, <http://www.worldbank.org/data/countrydata/countrydata.html>.