

Utworzenie i upadek izby walutowej w Argentynie

Paulina Sotomska-Krzysztofik

Wprowadzenie izby walutowej w Argentynie

Lata 80. przebiegły w Argentynie pod znakiem zaciągania długów za granicą, bałaganu w finansach publicznych, ich chronicznego deficytu oraz wysokiej inflacji. W latach 1989-1990 niekorzystna sytuacja makroekonomiczna osiągnęła punkt krytyczny, gdy społeczeństwo całkowicie utraciło zaufanie do władz w konsekwencji załamania się kolejnych planów stabilizacyjnych, i przerodziła się w kryzys i okres hiperinflacji. W ramach kolejnych pakietów stabilizacyjnych nastąpiła deregulacja rynku wewnętrznego, liberalizacja handlu zagranicznego oraz przepływów kapitału, a tak-

że uruchomiono procesy prywatyzacyjne. Głębokie załamanie gospodarki stworzyło warunki do podjęcia daleko idących zmian strukturalnych i wprowadzenia radykalnego planu stabilizacyjnego. Reformy dotyczyły wszystkich obszarów sfery publicznej: systemu podatkowego, administracji, świadczeń społecznych, edukacji oraz systemu emerytalnego. W 1991 r. wprowadzono ustawę o wymienialności, w której system pieniężny Argentyny oparto na zasadzie izby walutowej (*currency board*). Kurs peso ściśle związano z dolarem w stosunku 1 : 1, a odpowiedzialność za działanie wprowadzonego systemu nałożono na bank centralny Argentyny.

Izba walutowa

Izba walutowa polega na zobowiązaniu banku centralnego do wymiany waluty krajowej na zagraniczną walutę rezerwową po określonym stałym kursie. Jednocześnie swoboda zmiany parytetu jest prawnie ograniczona. Wielkość bazy monetarnej musi znajdować całkowite pokrycie w aktywach rezerwowych kraju, co oznacza, że wzrost podaży waluty narodowej następuje jedynie wtedy, gdy wzrasta poziom rezerw walutowych (np. w związku z napływem kapitału). W warunkach izby walutowej bank centralny traci funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji, co oznacza całkowity brak możliwości udzielania kredytów refinansowych bankom komercyjnym, nawet w sytuacji zagrożenia kryzysem płynności. Zasady tego systemu gwarantują pełną wiarygodność banku centralnego, w zamian za zniesienie autonomii monetarnej w zakresie polityki kursowej i pieniężnej. Powodują jednak narażenie gospodarki realnej na asymetryczne wstrząsy zewnętrzne, które nie mogą być akomodowane w sferze polityki pieniężnej

(dostosowanie po stronie kursu walutowego lub stóp procentowych). Wszystkie procesy dostosowawcze muszą występować w sferze gospodarki realnej, np. poprzez dostosowania na elastycznym rynku pracy.

Istotnym elementem wiarygodności prowadzonej polityki jest także odpowiednia dyscyplina fiskalna i sytuacja budżetu państwa. Neutralizowanie wstrząsów zewnętrznych wymaga prowadzenia polityki nadwyżki lub przynajmniej zrównoważonego budżetu, która zapewniałaby środki do dyspozycji w sytuacji zagrożenia.

Nowoczesne systemy izby walutowej, stosowane w krajach o wysokiej inflacji (Argentyna, Bułgaria) lub państwach małych i niedoświadczonych w prowadzeniu polityki pieniężnej (Litwa, Łotwa, Estonia), służą obecnie jako alternatywny sposób prowadzenia polityki pieniężnej albo alternatywny reżim kursowy. Funkcjonujące obecnie systemy izby walutowej są nieco bardziej elastyczne niż klasyczna izba walutowa z XIX w.

Dla gospodarki Argentyny najistotniejszą cechą systemu izby walutowej było sprawienie, że emisja pieniądza krajowego w celu finansowania deficytu budżetowego stała się niezgodna z prawem. Odstępstwem od ścisłych reguł klasycznego systemu izby walutowej było przyjęcie w regulacjach prawnych możliwości zakupu przez bank centralny od rządu obligacji skarbowych denominowanych w USD o wartości stanowiącej maksimum 20% bazy monetarnej. Możliwość ta pozwalała w sytuacji kryzysowej - odpływu zagranicznych środków z rynku krajowego i spadku rezerw walutowych - zapewnić dodatkową płynność systemowi bankowemu.

Efekty wprowadzenia izby walutowej

Wzmocnienie sektora bankowego

Wprowadzenie w Argentynie izby walutowej z ograniczoną rolą banku centralnego wymusiło również reformę sektora bankowego w kierunku przygotowania banków do większej odpowiedzialności za działania podejmowane w polityce kredytowej. Zmiany dotyczyły wzmocnienia nadzoru bankowego i zwiększenia wymagań kapitałowych. Jednocześnie nałożono na banki obowiązek utrzymywania 40% aktywów w postaci amerykańskich papierów skarbowych. Wprowadzono restrykcyjne regulacje dotyczące dywersyfikacji portfeli kredytów, a także utworzono system gwarancji depozytów, zapewniający jedynie częściowe wypłaty w przypadku bankructwa. Nowe warunki stworzyły w Argentynie jedne z najlepszych regulacji systemu bankowego w Ameryce Łacińskiej, a rosnąca obecność banków zagranicznych poprawiała odporność systemu na wstrząsy zewnętrzne. Jednak spełnianie nałożonych

wymogów bezpieczeństwa wymagało od banków komercyjnych ponoszenia wysokich kosztów, co znajdowało odzwierciedlenie w utrzymywaniu relatywnie wysokich stóp procentowych. Z tego powodu przedsiębiorstwa krajowe, chcąc uniknąć ponoszenia kosztów drogiego kredytu, kierowały swój popyt na rynki zewnętrzne i zadłużały się za granicą.

Reforma sektora publicznego

Z wielu przełomowych dla gospodarki reform wprowadzonych w 1991 r. nie powiodła się w pełni restrukturyzacja sektora publicznego. System podatkowy oparto na podatku od wartości dodanej (VAT), który wraz z podatkiem dochodowym stanowił podstawowe źródło dochodów budżetu. Mimo wysokich podatków od dochodów osobistych nie stanowiły one dużego źródła zasilenia budżetu za względu na relatywnie częste uchylanie się od obowiązków podatkowych i niską ściągальność podatków. Problemem był również istniejący mechanizm podziału dochodów między region federalny a prowincje¹. W kraju, w którym 47% ludności, czyli połowa potencjalnych podatników, żyje w okręgu federalnym i stolicy państwa Buenos Aires, taki system finansów publicznych nie sprzyjał ponoszeniu dużej odpowiedzialności administracji lokalnej za dochody budżetu i jednocześnie prowokował nieefektywne wydatkowanie funduszy publicznych. Lokalne dochody z podatków finansowały tylko nieznaczną część wydatków prowincji, toteż partycypowanie w dochodach rządu centralnego w obowiązującym mechanizmie podziału podatków silnie redukowało potrzeby ściągania lokalnych należności od społeczeństwa. Władze prowincji niechętnie narzucały dyscyplinę fiskalną, czyniąc poli-

¹ Podobne problemy wystąpiły w systemie finansów publicznych w Brazylii.

tyczny użytek ze swej roli największego pracodawcy w regionach.

Sukcesy gospodarcze

Dzięki wprowadzeniu w Argentynie planu stabilizacyjnego ze sztywnymi zasadami izby walutowej ograniczono hiperinflację, a względna stabilizacja cen pozwoliła na ożywienie gospodarki i poprawę sytuacji finansowej w sektorze publicznym. Ponadto program prywatyzacji i łatwy dostęp do środków zagranicznych łagodziły napięcia w budżecie państwa. Głębokie reformy strukturalne wyeliminowały kontrolę cen i stóp procentowych, zlikwidowały mechanizm indeksacji, zliberalizowały rynek wewnętrzny i przepływy zagranicznych inwestycji oraz usunęły podatkowe bariery w eksporcie i ilościowe w imporcie. Rynek został otwarty na przepływy kapitału zagranicznego bez żadnych ograniczeń. Inwestorzy zagraniczni mogli dokonywać inwestycji w każdej dziedzinie, a zagraniczne banki działać bez ograniczeń, na tych samych zasadach, co krajowe. Także na rynku walutowym zapanowała pełna swoboda zawierania transakcji. W krótkim czasie z kraju o wysokim stopniu regulacji i protekcjonizmu Argentyna zmieniła się w liberalną gospodarkę opartą na zasadach rynkowych.

Rozwój gospodarki argentyńskiej w latach 1990 – 1994

W efekcie wprowadzonych zmian systemowych i z pomocą przychylnie nastawionego międzynarodowego środowiska finansowego gospodarka Argentyny rozwijała się w bardzo szybkim tempie aż do 1994 r. Dzięki procesowi prywatyzacji ograniczono rolę sfery publicznej w produkcji przemysłowej w takich sektorach, jak przemysł stalowy i petrochemiczny. Sprywatyzowano 90% przedsiębiorstw należących do państwa, za kwotę ponad 20 mld USD. Liberalizacja handlu nasiliła presję konkurencyjną na krajowych producentów i wymusiła restrukturyzację przedsiębiorstw, racjonalizację produkcji i wzrost efektywności. W efekcie uwolnienia przepływów kapitałowych wiele przedsiębiorstw sprywatyzowano z udziałem kapitału zagranicznego.

Udział w rozwoju argentyńskiego przemysłu miały także liczne bezpośrednie inwestycje zagraniczne typu greenfield. To właśnie przede wszystkim kapitał zagraniczny, stymulowany korzystnymi zmianami systemowymi w gospodarce Argentyny, wysokim tempem wzrostu gospodarczego i procesem prywatyzacji, odegrał kluczową rolę w unowocześnianiu przemysłu i rozwoju tego kraju. Przetwórstwo żywności, przemysł motoryzacyjny, chemiczny i petrochemiczny zasilono największymi zasobami zagranicznego kapitału. Udział sprzedaży firm zagranicznych zwiększył się z 34% w

1990 r. do ponad 50% w połowie lat 90., natomiast liczba zagranicznych przedsiębiorstw wśród 500 największych firm przemysłowych podwoiła się w tym czasie. Atrakcyjność Argentyny dla zagranicznych inwestycji wzmacniał szybko wzrastający popyt wewnętrzny oraz potencjalnie duży rynek zbytu.

W szybkim tempie rosły obroty handlowe z zagranicą. Eksport zwiększył się relatywnie niewiele – o 30%, natomiast import wzrósł prawie trzykrotnie. Taki wzrost importu był efektem wysokiego popytu wewnętrznego w warunkach realnej aprecjacji waluty krajowej przy stałym kursie wymiany i wciąż stosunkowo wysokiej inflacji, która skutkowałą zwiększeniem konkurencyjności cenowej towarów zagranicznych wobec produktów krajowych. Prowadziło to do wysokiego deficytu handlowego i w efekcie pogłębienia deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego. W warunkach łatwego dostępu do finansowania zagranicznego nie stanowiło to dla Argentyny problemu. Napływ kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich, a przede wszystkim portfelowych, pokrywał wykreowany deficyt.

Liberalizacja handlu zagranicznego wpłynęła na znaczną dywersyfikację obrotów handlowych Argentyny. Ze względu na wielkość rynku, bliskość geograficzną, a także bilateralne umowy i wspólną przynależność do Mercosuru² głównym partnerem handlowym Argentyny w ostatnich latach była Brazylia. Jej znaczenie dla gospodarki argentyńskiej rosło: z poziomu 11% całości obrotów w 1990 r. do 26% w 2000 r. Zwiększały się także udziały innych bliskich gospodarek – udział eksportu do Mercosuru wzrósł z 15% w 1990 r. do 32% w 2000 r., podobnie eksport do Chile – z 3,7% do 10%. Odbiorcą 50% towarów przemysłowych i przetworzonych oraz 70% eksportu paliw i ropy naftowej był przy tym Mercosur, natomiast głównym rynkiem zbytu dla towarów nieprzetworzonych i produktów rolnictwa była Unia Europejska.

Udziały pozostałych istotnych obszarów w obrotach handlu zagranicznego Argentyny w 2000 r. prezentuje tabela 1.

Skuteczność prowadzonej polityki pieniężnej i kursowej w postaci izby walutowej potwierdzają pozytywne efekty w walce z inflacją. Tempo wzrostu cen konsumpcyjnych zostało ograniczone ze 172% w 1991 r. (i 2,325% rok wcześniej) do 4,2% w 1994 r. Podobny spadek wystąpił w przypadku cen produkcji, których tempo wzrostu wynosiło: 110% w 1991 r. i 0,6% w 1994 r.

W 1994 r. zreformowano system emerytalny, który oparto na dwóch obowiązkowych filarach gromadzenia środków. Pierwszy filar stanowiły fundusze emerytalne prowadzone przez państwo, natomiast drugi prowadzi-

² Mercosur, tj. Mercado Comun del Sur – utworzona przez Argentynę, Brazylię, Paragwaj i Urugwaj w 1991 r. strefa wolnego handlu i unia celna ze wspólnymi taryfami celnymi dla krajów zewnętrznych. Od 1996 r. należy do niej Chile, a od 1997 r. Boliwia.

Tabela 1 *Udziały głównych partnerów handlowych Argentyny**

Eksport		Import	
Brazylia	26,5	Brazylia	25,5
USA	11,8	USA	18,7
Chile	10,1	Francja	3,9
Holandia	2,8	Niemcy	5,0
Hiszpania	3,5	Włochy	4,0
Mercosur	31,8	Mercosur	28,5
UE	17,8	UE	22,9
NAFTA	14,3	NAFTA	22,5

* Udziały nie sumują się do 100, ponieważ poszczególne kraje należą również do wymienionych organizacji i obszarów gospodarczych.
Źródło: "The Economist Intelligence Unit".

ły prywatne firmy i państwowe fundusze zasiłków. Wprowadzenie nowych zasad spowodowało wzrost zainteresowania rynkiem kapitałowym w Argentynie i w konsekwencji jego rozwój. Jednocześnie reforma znacznie zwiększyła obciążenie budżetu państwa, ponieważ część dochodów była przekazywana do utworzonych funduszy emerytalnych.

Wpływ kryzysu w Meksyku – „efekt tequili”

Pasmo gospodarczych sukcesów przerwał kryzys walutowy w Meksyku i dewaluacja tamtejszej waluty w grudniu 1994 r. W następstwie zmasowanego odpływu kapitału zagranicznego z rynku Argentyny, w obawie przed zagrożeniem trwałości mechanizmu izby walutowej (*efekt tequili*), nastąpił kryzys walutowy i kryzys systemu bankowego. Choć Argentyna przetrwała kryzys przy niewielkim spadku rezerw walutowych, zaburzenia na rynku finansowym przyniosły gwałtowną, choć krótkotrwałą, recesję w gospodarce w 1995 r.

Wraz z odpływem kapitału zagranicznego nastąpiło wycofywanie depozytów bankowych, co zrodziło obawy o wypłacalność argentyńskich banków. Bank centralny podjął jednak odpowiednie działania w celu zapewnienia płynności w systemie. W zakresie dopuszczalnym przez system izby walutowej udzielono kredytów refinansowych bankom komercyjnym. W celu złagodzenia efektów wycofywania depozytów zezwolono na czasową redukcję rezerw obowiązkowych. Rezerwy obowiązkowe utrzymywane w peso zamieniono na dolary, ograniczając niepewność co do trwałości systemu. Dodatkowo stworzono sieć bezpieczeństwa, której zadaniem było wspomaganie instytucji zagrożonych brakiem płynności. Skłoniono także jeden z banków państwowych do udzielenia kredytów bankom prywatnym.

Jednocześnie uchwalono ustawy zapewniające większą dyscyplinę budżetową. Również MFW zapewnił niezbędne dodatkowe środki pomocowe i kryzys płynności w systemie bankowym został zażegnany. Stopniowo odradzało się zaufanie społeczeństwa do

prowadzonej polityki, rosła wartość argentyńskich aktywów finansowych. Wraz z uspokajaniem się sytuacji na rynku finansowym obniżało się ryzyko kraju i wracał kapitał zagraniczny.

Kryzys w 1995 r. zainicjował proces konsolidacji sektora bankowego, co wraz z surowymi regulacjami wzmocniło jeszcze odporność systemu na zaburzenia zewnętrzne.

Efektem zmniejszenia płynnych rezerw banków komercyjnych był wzrost stopy procentowej (z 8,2% w 1994 r. do 13,9% w 1995 r.) i zmniejszenie akcji kredytowej banków na rzecz sektora prywatnego (przy wzroście należności od instytucji rządowych). Zmniejszenie o 6,7% produkcji przemysłowej przyniosło wzrost stopy bezrobocia z 11,7% w 1994 r. do 15,9% w 1995 r. Ogólny spadek PKB wyniósł w tym czasie 2,8%. Jednocześnie zmniejszył się deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego: z 4,3% do 2,0% PKB. Nastąpiło to w wyniku 7% spadku tempa wzrostu importu przy jednoczesnym 32% wzroście eksportu. Poprawie salda handlu zagranicznego sprzyjało ograniczenie popytu wewnętrznego podczas recesji i trwający w Brazylii boom konsumpcyjny. Niemal stały kurs argentyńskiego peso wobec brazylijskiego reala, przy szybszym tempie wzrostu cen w Brazylii, skutkował poprawą konkurencyjności cenowej dóbr argentyńskich i stanowił o ich atrakcyjności na rynku brazylijskim, co korzystnie wpływało na eksport. Atrakcyjnie dla eksportu kształtowały się jego ceny transakcyjne, które w 1995 r. wzrosły o prawie 6%.

W tym czasie zaczęło się powiększać zadłużenie zagraniczne Argentyny. Pogorszyła się sytuacja finansowa państwa w związku z podjętą reformą systemu emerytalnego, wobec czego rząd zwiększył emisję papierów skarbowych. Wielkość zagranicznych inwestycji portfelowych w 1995 r. podwoiła się w stosunku do roku poprzedniego i wyniosła 2,8 mld USD. Zwiększyła się również obsługa tego zadłużenia. Rządy argentyńskie w latach 90. miały swobodny dostęp do źródeł zagranicznego kapitału oraz mogły łatwo i bezinflacyjnie finansować luki budżetowe za pomocą emisji obligacji

na międzynarodowym rynku finansowym. W efekcie argentyńskie papiery dłużne stanowią obecnie prawie 25% wszystkich obligacji pochodzących z rynków wschodzących.

Koniunktura w latach 1996–1998

Do szybkiego tempa wzrostu Argentyna powróciła w 1996 i 1997 r. W latach 1996 – 1998 średnie roczne tempo wzrostu PKB, dzięki inwestycjom i eksportowi, wynosiło 5,8%. Rozwijała się produkcja przemysłowa, w tym szczególnie przemysł motoryzacyjny.

Ekspert stymulowany dobrą koniunkturą na rynkach zewnętrznych, zwłaszcza wysokim popytem z Brazylii i Chile, a także dzięki postępom w prywatyzacji przedsiębiorstw i zwiększaniu ich zdolności produkcyjnych, wzrastał w średnim tempie około 7% rocznie.

Lata dobrej koniunktury pogłębiły uzależnienie kraju od zagranicznych oszczędności. Coraz większe potrzeby pożyczkowe wynikały z rosnącej obsługi zadłużenia i szybkiego wzrostu importu (średnio tempo wzrostu importu wynosiło w tych latach 16% rocznie). Deficyt obrotów bieżących wzrósł w 1998 r. do 14,6 mld USD, tj. do poziomu 4,9% PKB.

Napływał kapitał zagraniczny, przyciągany atrakcyjnością gospodarki i szybkim tempem jej rozwoju. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne rosły w latach 1996-1998 przeciętnie o 8 mld USD rocznie, a rekordowe wielkości osiągnęły w okresie 1999-2000 (24 i 12 mld USD). Tak duże inwestycje zagraniczne wiązały się z nabywaniem udziałów w przedsiębiorstwach z sektora energetycznego, bankowego i przemysłu przetwórczego. W okresie 1999-2000 największe środki dopływały do przetwórstwa ropy naftowej, transportu i telekomunikacji. Pokrywając w ponad 100% skumulowany deficyt obrotów bieżących, długoterminowe inwestycje zagraniczne zapewniały w tym okresie jego bezpieczne finansowanie.

Udało się też osiągnąć i utrzymać stabilność cen. Średni poziom wzrostu cen konsumpcyjnych wynosił w latach 1996-1998 około 0,5% i był nieco wyższy niż tempo wzrostu cen produkcji, które w omawianym okresie spadały o około 0,2% rocznie.

Utrzymała się tendencja pogarszania sytuacji w finansach publicznych Argentyny. Dochody budżetu uległy zmniejszeniu w związku ze spadkiem tempa wzrostu PKB w kraju, reformą systemu emerytalnego oraz wyższymi dobrowolnymi wydatkami (wcześniejsza spłata odsetek od zadłużenia publicznego oraz przekazywanie większych środków prowincjom). Szybki wzrost zadłużenia publicznego spowodował dodatkowy znaczący wzrost obciążenia dla budżetu z tytułu jego obsługi. Te niekorzystne tendencje pogorszyła również trwająca od końca 1998 r. długotrwała recesja.

Recesja w gospodarce w latach 1999–2002

Przyczyny wystąpienia recesji - czynniki zewnętrzne

Seria niekorzystnych wstrząsów zewnętrznych zakłóciła pozytywne tendencje w gospodarce argentyńskiej i pchnęła ją w kierunku recesji w końcu 1998 r. Po kryzysie azjatyckim nastąpił spadek cen surowców i żywności, stanowiących główny produkt eksportowy Argentyny. Po kryzysie w Rosji na międzynarodowym rynku walutowym wzrosły stopy procentowe, co wpłynęło na wzrost kosztów obsługi zadłużenia. Do negatywnych zjawisk należała też trwała tendencja aprecjacji dolara na rynkach międzynarodowych, powodując realną aprecjację argentyńskiego peso wobec walut europejskich i ograniczając konkurencyjność cenową na tamtejszych rynkach zbytu. Należy tu zaznaczyć, że Unia Europejska jest drugim partnerem handlowym pod względem udziału w eksporcie Argentyny i jednocześnie głównym odbiorcą towarów żywnościowych. W Brazylii – największym rynku zbytu Argentyny – wystąpiła recesja. Jednak bezpośrednią przyczyną gwałtownego pogorszenia sytuacji Argentyny w 1999 r. był kryzys walutowy w Brazylii i skokowa dewaluacja reala.

Próby przeciwdziałania pogłębiającej się recesji

Mając na uwadze szczególnie trudną sytuację i przewidując jej negatywne konsekwencje w przyszłości, władze Argentyny rozważały możliwości zmiany prowadzonej polityki. Tuż po dewaluacji reala myślano nawet o pełnej oficjalnej dolaryzacji³ gospodarki.

Nie zdecydowano się na takie rozwiązanie, ponieważ rezygnacja z własnej waluty rzeczywiście wyeliminowałaby ryzyko kursowe, jednak nie zmniejszyłaby ryzyka wypłacalności kraju w warunkach ograniczonego wzrostu i wysokich stóp procentowych. Ponadto jednostronna dolaryzacja, przy braku perspektyw zawarcia umów z władzami monetarnymi USA dotyczących ich roli jako pożyczkodawcy ostatniej instancji, byłaby dla gospodarki ryzykowna. W kwietniu 2001 r. całkowicie zrezygnowano z koncepcji dolaryzacji i wprowadzono zmiany do ustawy o wymienialności. Parytet peso miał stanowić koszyk walut złożony z równych udziałów dolara i euro. Dla uniknięcia deprecjacji peso nowy parytet miał być wprowadzony dopiero w sytuacji zrównania kursu euro i dolara na rynku międzynarodowym. Decyzja świadczyła o obawach władz Argentyny o przyszłość obowiązującego reżimu

³ S. Edwards za M. Savastano wyróżnia dwa pojęcia dolaryzacji: dolaryzacja oficjalna i nieoficjalna. Termin „oficjalna dolaryzacja” odnosi się do sytuacji, w której kraj formalnie całkowicie rezygnuje z własnej waluty i wprowadza do legalnego obiegu silną walutę obcą. „Dolaryzacja nieoficjalna” jest pojęciem związanym z substytucją walutową i oznacza relatywnie wysoki popyt na zagraniczne środki płatnicze przy niskim zainteresowaniu walutą krajową. Przejawia się to m.in. w przechowywaniu oszczędności w walucie obcej i nieoficjalnym zastępowaniu w obiegu pieniądza krajowego przez walutę zagraniczną.

kursowego i ujawniła ograniczone możliwości zmian w systemie. Jednocześnie zwiększyła obawy zarówno zagranicznych inwestorów, jak i obywateli Argentyny o trwałość reżimu kursowego i długookresową wypłacalność kraju.

Skutki kryzysu w Brazylii

Dla Argentyny dewaluacja brazylijskiej waluty o 40% oznaczała gwałtowną realną aprecjację peso wobec reala i pogorszenie konkurencyjności cenowej eksportu na rynek Brazylii. Niekorzystną sytuację pogłębiało ciągle umacnianie się dolara, w relacji do którego ustalony był kurs peso. W warunkach stałego kursu walutowego, kiedy dostosowanie kursu realnego nie może nastąpić po stronie kursu nominalnego, poprawa konkurencyjności jest możliwa tylko w wyniku obniżenia jednostkowych kosztów pracy, czemu jednak nie sprzyja relatywnie sztywny rynek pracy. W Argentynie w 1999 r. jednostkowe koszty pracy spadły zaledwie o 0,8%, natomiast w 2000 r. ponownie wzrosły - o 0,4%.

Efektom aprecjacji peso było znaczne ograniczenie opłacalności sektora eksportowego i w konsekwencji obniżenie dynamiki eksportu o 12% oraz spadek inwestycji o 13%. Bezrobocie wzrosło z 12,9% w 1998 r. do 14,3% w 1999 r.

Napływ kapitału zagranicznego w postaci bezpośrednich inwestycji uległ zmniejszeniu, a inwestycje portfelowe zaczęły odpływać w obawie przed pojawieniem się problemów Argentyny z długoterminową wypłacalnością.

Od 1999 r. w efekcie ograniczonego napływu kapitału zagranicznego i zmniejszeniu inwestycji gospodarka przestała się rozwijać i obniżeniu uległo PKB. W latach 1999-2001 spadek PKB wyniósł 8,4%, a gospodarka wróciła do poziomu z 1996 r.

Pakiety dostosowań fiskalnych jako kolejne próby poprawy sytuacji budżetu

W konsekwencji niekorzystnych procesów w gospodarce pogarszała się sytuacja w budżecie – malały wpływy, a rosły wydatki. Szybki wzrost długu publicznego znalazł odzwierciedlenie również w rosnących płatnościach z tytułu jego obsługi. W 2000 r. odsetki od zadłużenia Argentyny osiągnęły poziom 15% całości wydatków publicznych. Te negatywne tendencje pogarszały perspektywę poprawy sytuacji gospodarczej kraju. Coraz trudniejszy stawał się dostęp do zagranicznych środków. Sytuacja finansów państwa zmusiła władze do podjęcia działań zmierzających do zrównoważenia budżetu i zahamowania tempa wzrostu długu publicznego. Efektem miało być ograniczenie stóp procentowych i ożywienie gospodarcze. Zrewidowano budżet na 2000 r. i zwiększono obciążenia podatkowe (rozszerzono podatek VAT, podwyższono stawki podatku od

dochodów osobistych i akcyzowego). Strategia nie przyniosła jednak zamierzonego skutku – nie udało się zmniejszyć deficytu, wpływy z podatków zmalały i pogłębieniu uległy tendencje recesyjne w gospodarce. W celu ograniczenia taniego importu z Brazylii zrezygnowano ze wspólnych stawek celnych Mercosuru i podwyższono cła nałożone na dobra konsumpcyjne z 21% do 35%. Obniżono też stawki taryf na dobra kapitałowe spoza organizacji Mercosur: z poziomu 14% do 0%. Wszystkie wprowadzane w tym okresie zmiany w gospodarce Argentyny odwracały kierunek prowadzonej polityki gospodarczej w stronę istotnego wzrostu protekcji dla ochrony własnego, zagrożonego rynku.

W marcu 2001 r. dług zagraniczny Argentyny osiągnął już olbrzymie rozmiary i wyniósł 130 mld USD. Stanowił ponad 50% PKB i przewyższał pięciokrotną wartość rocznego eksportu. Zagraniczne zadłużenie publiczne wyniosło w tym czasie 84 mld USD, tj. prawie 60% całkowitego zadłużenia zewnętrznego. Taka wartość długu w warunkach recesji gospodarczej całkowicie uzasadniała obawy inwestorów zagranicznych i odpływ kapitału, ponieważ niewątpliwie stanowił on istotne obciążenie dla gospodarki.

W kwietniu 2001 r. wprowadzono kolejny pakiet dostosowań fiskalnych oparty przede wszystkim na ograniczeniach płac, mający jednocześnie stymulować wzrost gospodarczy i ograniczać deficyt budżetowy. Zmniejszono obciążenia związane z przyływem dóbr kapitałowych, zwiększono cła na dobra konsumpcyjne, zapewniono większą płynność systemowi bankowemu i w efekcie spodziewano się wzrostu inwestycji. W celu zwiększenia dochodów budżetu wprowadzono podatek od transakcji finansowych. Niejasność prowadzonej polityki fiskalnej i niespójność wprowadzanych zmian wywołały silny niepokój na rynku finansowym Argentyny. Różnica w oprocentowaniu obligacji krajowych i amerykańskich wzrosła do poziomu 1000 pkt. bazowych. Obawy inwestorów wiązały się również z utrzymaniem asymetrycznej struktury podziału środków budżetowych i braku cięć wydatków w prowincjach w warunkach nowych rozwiązań fiskalnych. Niepokojące były też nowe regulacje sektora bankowego. Rozluźnienie wymagań dotyczących utrzymywania obowiązkowych rezerw w amerykańskich aktywach rzeczywiście pozwalało na zwiększenie płynności w systemie bankowym, ale jednocześnie podważało wiarygodność argentyńskiej izby walutowej.

Ograniczony dostęp do środków zagranicznych i rosnące trudności płynnościowe spowodowały nagłą potrzebę restrukturyzacji długu zagranicznego. W czerwcu 2001 r., z poparciem MFW, dokonano zamiany 30 mld USD długu zagranicznego na obligacje o dłuższych terminach zapadalności. Dzięki tej operacji Argentyna zmniejszyła swoje obciążenie z tytułu obsługi zadłużenia w latach 2001–2005, przesuwając je na 2006 r. i lata następne. Operacja ta była jednak niezwy-

kle kosztowna – oprocentowanie części nowych obligacji wynosi 16%. Ponieważ inne obciążenia kredytowe w najbliższych latach również pozostawały znaczne, Argentyna zamierzała przeprowadzić kolejną restrukturyzację zadłużenia, obejmującą nie tylko okres zapadalności, ale także wysokość odsetek. Żeby osiągnąć zgodę kredytodawców, w czerwcu 2001 r. ogłoszono kolejny pakiet stabilizacyjny tzw. plan zerowego deficytu, w którym uzależniono wydatki sektora publicznego od jego dochodów i ustalono ich stałą nominalną wartość. Plan poprawy sytuacji budżetu oznaczał wprowadzenie drastycznych oszczędności w wydatkach publicznych. Przyjęto, że ogólna stopa cięć w wydatkach wyniesie 13%. W ramach przyjętego planu m.in. postanowiono zmniejszyć płace w sferze budżetowej oraz ograniczyć wydatki związane z wypłacaniem świadczeń emerytalnych.

Współczynnik zbieżności

W celu zwiększenia konkurencyjności i pobudzenia eksportu wprowadzono nowe rozwiązanie kursowe dla uczestników wymiany międzynarodowej, zwane współczynnikiem zbieżności. Zastosowanie tego instrumentu zmieniło kurs wymiany peso dla eksporterów i importerów: zamiast 1 za 1, jak zapisano w ustawie o wymienialności, kurs wynosił około 1,08 peso za 1 USD i wahał się w zależności od relacji euro do dolara na rynku światowym (ponieważ uwzględniał wspomniany współczynnik zbieżności, zawierający relację euro i dolara). Oznaczało to 8% deprecjację waluty krajowej dla sektora dóbr wymienialnych i było rozwiązaniem wspomagającym eksport w okresie przejściowym przed wprowadzeniem parytetu w postaci koszyka walut. Nie wiadomo było natomiast, w jaki sposób ten dwoisty system kursowy będzie działał w praktyce. Jednocześnie pozostawiono parytet wymiany 1 : 1 w transakcjach finansowych. Oznaczało to – przynajmniej w teorii – że depozyty w peso złożone w bankach nie zmieniały swej wartości wyrażonej w dolarach. Zastosowane rozwiązania nie sprzyjały wzrostowi zaufania do systemu finansowego kraju i zaostrzyły obawy przed dewaluacją peso.

Nasilające się obawy przed dewaluacją peso

Mimo wszystkich podjętych przez rząd działań aktywność gospodarcza nadal spadała i kurczyły się dochody budżetu z podatków. Malowało także zaufanie do trwałości obowiązującego systemu. Nasilające się obawy przed dewaluacją peso spowodowały wycofywanie depozytów bankowych. W okresie marzec – wrzesień 2001 r. z systemu bankowego wycofano depozyty o wartości 10,7 mld USD, a rezerwy walutowe zmniejszyły się o 11 mld USD. Rynek zaczął oczekiwać dalszych zawirowań związanych już z próbami wyjścia z kryzy-

su. Rosły wątpliwości, czy możliwe jest utrzymanie reżimu izby walutowej. Różnica oprocentowania między obligacjami argentyńskimi a amerykańskimi papierami skarbowymi wzrosła do 1.800 punktów bazowych – poziomu nienotowanego od 1995 r. Dzięki pomocy MFW we wrześniu, w wysokości 5 mld USD, rezerwy walutowe wzrosły do 20,5 mld USD, pokrywając w ponad 100% bazę monetarną. MFW udzielił także kredytu *stand-by*, który miał być wykorzystany w późniejszym terminie, kiedy widoczne już będą efekty wprowadzania planu stabilizacyjnego. Oczywiście, dalszą pomoc uzależniono od spełnienia restrykcyjnych warunków dyscyplinujących system finansowy Argentyny, narzuconych przez MFW.

Kłopoty finansowe dotknęły również bezpośrednio prowincje. W ramach ograniczania płac i zmniejszania wydatków sfery budżetowej w prowincji Buenos Aires wprowadzono zasadę wypłacania części pensji urzędników państwowych (powyżej 740 peso) w nowej walucie - jednorocznych bonach zwanych *pataconami*. *Patacony* były w rzeczywistości obligacjami o bardzo niskim nominale wyrażonym w peso, oprocentowanymi na 7% w skali roku (przy rentowności papierów skarbowych w wysokości 30%). W założeniach ta nowa waluta w ciągu roku miała być wymieniona na walutę krajową stosunku 1 do 1. Jednak *patacony* nie miały tej wartości, co peso. Po pierwsze dlatego, że nie były powszechnie akceptowane jako środek płatniczy, po drugie nie miały zabezpieczenia w postaci rezerw walutowych. Od momentu wprowadzenia bonów do obiegu ich wartość coraz bardziej różniła się od peso. Teoretycznie można było za ich pomocą zawierać transakcje. Miały być akceptowane zarówno przez władze prowincji, jak i władze federalne w przypadku płatności podatkowych. Tę formę zapłaty uznali wodne przedsiębiorstwa użyteczności publicznej oraz firmy telefoniczne. Nie zgodziły się na nią natomiast duże sieci handlowe i zakłady energetyczne, obawiając się problemów w dalszych transakcjach z kontrahentami. McDonald dostosował się natychmiast do nowej sytuacji i wprowadził nowy zestaw *Patacombo* za cenę dokładnie 5 *pataconów*. Zastosowanie metodologii indeksu Big Maca pozwoliło na oszacowanie rzeczywistej siły nabywczej *pataconów*. Według wyliczeń Merrill Lynch, wartość 1 *patacona* mieściła się w przedziale 0,67 – 0,78 peso.

Wydarzenia z 11 września, które przyniosły wzrost ryzyka inwestowania na rynku światowym i w efekcie przyczyniły się do ograniczenia przepływów kapitałów na rynki wschodzące, spowodowały zaostrzenie kryzysu w Argentynie. Wciąż fatalna sytuacja finansowa rządu wymusiła potrzebę restrukturyzacji kolejnej kwoty długu publicznego, będącego w posiadaniu banków krajowych, funduszy emerytalnych i władz lokalnych, w wysokości około 41 mld USD. Wobec pogłębiającej się recesji i dalszego spadku wpływów do budżetu, a także utrzymujących się trudności związanych z zadłu-

żeniem zagranicznym, w listopadzie 2001 r. oprocentowanie argentyńskich obligacji gwałtownie wzrosło - do poziomu 3.000 punktów bazowych powyżej papierów amerykańskich. Dalsza ucieczka od depozytów bankowych przyniosła ograniczenia w wycofywaniu wkładów powyżej 1.000 USD miesięcznie i transferach środków za granicę. Płatności miały być dokonywane głównie bezgotówkowo, za pomocą czeków i kart płatniczych, ponieważ w gospodarce bardzo brakowało gotówki. Na początku grudnia 2001 r. nastąpiła eskalacja kryzysu - zamrożono całkowicie depozyty, rezerwy walutowe spadły do 14,5 mld USD i rząd zawiesił obsługę zadłużenia zagranicznego.

W konsekwencji Argentyna została całkowicie odcięta od zewnętrznego i wewnętrznego kredytowania; mogła tylko liczyć na pomoc MFW.

Kryzys walutowy w Argentynie

Na początku stycznia 2002 r. zrezygnowano z systemu izby walutowej i uchylono Ustawę o wymienialności. Bank centralny od początku 2002 r. prowadzi politykę pieniężną i kursową oraz pełni funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji. Jednak pewne fakty nadal pozostają niepokojące. Nie zapewniono bankowi centralnemu niezależności, co może skutkować w przyszłości silnymi naciskami politycznymi na bank; nie określono także zasad prowadzenia polityki pieniężnej ani celu inflacyjnego.

Rozwiązanie pośrednie - dualny system kursowy

Pierwotnie przyjęto dualny system kursowy. W rozliczeniach handlu zagranicznego i przepływów kapitałowych przyjęto oficjalny parytet wymiany w wysokości 1,4 peso za 1 USD (co oznacza 29% dewaluację), natomiast w pozostałych transakcjach obowiązywał kurs rynkowy. Według założeń, system miał funkcjonować od 3 do 6 miesięcy. Spodziewano się, że kurs rynkowy będzie oscylował w okolicach kursu parytetowego, w efekcie czego nastąpi stabilizacja na rynku walutowym. Jednakże oczekiwania rozminęły się z rzeczywistością - kilka dni po wprowadzeniu nowego reżimu kursowego, kurs rynkowy peso wobec dolara spadł do poziomu 1,6. W następnych dniach skala deprecjacji peso rosła. Przy poziomie 1,7 peso za 1 USD bank centralny zademonstrował chęć obrony kursu peso, interweniując na rynku walutowym. Interwencja okazała się bezskuteczna i peso w szybkim tempie słabło dalej, osiągając w końcu stycznia poziom 1,9 wobec dolara.

Mimo że decyzji o upłynnieniu kursu jednak nie uniknięto i zapadła szybciej, niż rząd się spodziewał, nie podjęto jej od razu ze względu na stałe obawy rządu przed niekontrolowaną deprecjacją waluty i ciągłe nadzieje na utrzymanie sztywnego kursu walutowego.

Pamiętano czasy hiperinflacji i chciano uniknąć powrotu do sytuacji olbrzymiego wzrostu cen. Ograniczeniu wpływu zmiany kursu w sytuacji Argentyny paradoksalnie powinna jednak sprzyjać fatalna sytuacja gospodarcza, ponieważ okres recesji charakteryzuje się raczej spadkiem cen i właśnie takie warunki występują w argentyńskiej gospodarce. Obawiano się wpływu gwałtownej dewaluacji na sytuację gospodarstw domowych i sektora bankowego. W Argentynie płace wypłacane są w peso, natomiast kredyty, ze względu na bardziej atrakcyjne oprocentowanie, zaciągano w USD i osłabienie waluty krajowej niewątpliwie zwiększyłoby koszty ich obsługi i uniemożliwiło spłatę. W konsekwencji zwiększyłby się portfel złych kredytów banków i pogorszyła ich sytuacja finansowa. Wobec powyższego można wysnuć wniosek, że dolaryzacja⁴, która pomogła przetrwać gospodarce Argentyny następstwa kryzysu w Meksyku, w takiej sytuacji gospodarczej stanowiła przeszkodę. Silne powiązania gospodarki z dolarem czyniły ją wrażliwą na wszelkie zaburzenia w finansowaniu zewnętrznym, a szczególnie na dewaluację waluty krajowej. Wszystkie obawy władzy się spełniły, gdyż nie uniknięto jednak upłynnienia kursu peso.

Poza tym warunki działania sektora finansowego już przy pierwszej dokonanej zmianie systemu znacznie się pogorszyły wraz z wprowadzeniem zasady przeliczania aktywów bankowych według parytetu 1 : 1, natomiast zobowiązań nominowanych w USD 1,4 : 1. Jednocześnie wzrósł portfel złych kredytów wraz z postępującymi bankructwami przedsiębiorstw i niewypłacalnością osób prywatnych. Według szacunków banków, tylko przewalutowanie pożyczek przyniosło im straty w wysokości 10 mld USD. Obiecano, że różnica wynikająca z przeliczania aktywów i pasywów banków będzie pokryta rządowymi papierami wartościowymi. Wsparcie systemu bankowego oznacza jednak zwiększenie długu o około 20 mld USD, co w obecnej sytuacji finansów publicznych jest właściwie niemożliwe.

Nowy plan gospodarczy i pełne upłynnienie kursu peso

W lutym 2002 r. podjęto kolejne działania w kierunku stabilizacji gospodarki. Nowy plan zakładał przede wszystkim wprowadzenie w pełni płynnego kursu walutowego i transformację: od gospodarki zdolaryzowanej (w której waluta zagraniczna zastępuje walutę krajową), do opartej na walucie krajowej - peso. W przypadku utrzymania się impulsów inflacyjnych zapowiedziano restrykcyjną politykę monetarną i fiskalną. Według ogłoszonego planu, bank centralny nie zwiększy bazy monetarnej o więcej niż 3,5 mld peso, a budżet utrzyma 13% cięcia płac i emerytur, zwiększając wy-

⁴ Dolaryzacja rozumiana tutaj jako „nieoficjalna”, tj. zastępowanie waluty krajowej walutą zagraniczną. W Argentynie ponad połowa depozytów bankowych utrzymywana była w dolarach.

datki tylko na pomoc najuboższym (których liczba powiększyła się do 40% populacji w efekcie długotrwałej recesji i kryzysu gospodarczego).

System płynnego kursu walutowego przyniósł dalsze pogłębienie się deprecjacji peso. Do połowy marca bank centralny Argentyny wydał 10 mln USD, interweniując na rynku walutowym. Nie przyniosło to jednak oczekiwanych efektów w postaci stabilizacji kursu.

Kolejne reformy gospodarcze

Argentyna, pogrążona od kilku już lat w kryzysie o charakterze społecznym, politycznym, gospodarczym i finansowym, ciągle dąży do ustabilizowania sytuacji wewnętrznej i powrotu gospodarki na ścieżkę wzrostu. Wciąż podejmowane są działania - raczej tymczasowe, mające zapewnić utrzymanie chwilowej stabilizacji. Z dużą częstotliwością podawane są informacje o wprowadzaniu coraz to nowych reform gospodarczych, mających zaradzić kryzysowi i rozpocząć nowy cykl gospodarczy. W 2002 r. ogłaszano już wprowadzenie kolejnych nowych rozwiązań, mających sprzyjać wyjściu z kryzysu. Poprawie stanu finansów publicznych poprzez zwiększenie wpływów do budżetu ma służyć m.in. 10% podatek eksportowy, który zasili państwo kwotą 1,4 mld USD.

Mają być również zwiększone wydatki socjalne, a środki na ten cel mają pochodzić z nowych ceł eksportowych. Kolejnym pomysłem służącym uspokojeniu społeczeństwa była możliwość zamiany zablokowanych depozytów bankowych na denominowane w dolarach lub peso obligacje (odpowiednio 10- i 5-letnie).

Ponieważ w opinii władz transakcje zawierane w kantorach wymiany walut mają zbyt duży wpływ na kurs peso, na rynku walutowym wprowadzono kontrolę wymiany walut. Według nowych regulacji, banki komercyjne i kantory mogą sprzedawać do 1.000 USD klientom indywidualnym i do 10.000 USD firmom.

Z powodu zagrożenia inflacją przy tak znacznej zmianie kursu obniżono cła importowe i ponownie zwiększono stawki podatku eksportowego w celu zwiększenia wpływów do budżetu.

Zaostrzenie kryzysu finansowego przyniosło dalszą deprecjację kursu peso do poziomu 3,9 za 1 USD, mimo działań banku centralnego w kierunku ograniczenia podaży pieniądza. Bank centralny sprzedawał na rynku walutowym dziennie do 135 mln USD ze swoich rezerw, by zahamować osłabianie się waluty krajowej. Ograniczył też kredyty dla banków komercyjnych. Skrócił eksporterom czas wpłacania na rachunek bankowy wpływów dolarowych z dotychczasowych 6 miesięcy do 5 dni. Wszystkie działania banku zmierzały, z niewielką skutecznością, do zwiększenia na rynku podaży dolarów amerykańskich. Wербalnie interweniował również prezydent, zakazując wypłat gotówkowych i próbując zmusić kantory do zamrożenia kursu. A peso słabło dalej.

Nasilająca się presja społeczna i lawinowe wycofywanie depozytów bankowych w wyniku orzeczeń sądowych, nakazujących bankom umożliwienie klientom pełnego dostępu do ich rachunków, spowodowało ich dzienne zmniejszanie się o 350 mln peso (111 mln USD). W ciągu 4 pierwszych miesięcy 2002 r. depozyty mimo restrykcji zmniejszyły się o 11%. Ich dalsze zmniejszanie groziło zapaścią systemu. Żeby temu zapobiec, wstrzymano całkowicie wypłaty i wymianę walutową. Dalszym krokiem było kilkudniowe zawieszenie działalności bankowej w kraju, a następnym - program ratunkowy zamiany depozytów walutowych na obligacje. Wraz ze wznowieniem działalności banków w celu zapewnienia dopływu środków finansowych do gospodarki pojawił się nowy pomysł - banki mają otworzyć nowe rachunki czekowe i oszczędnościowe bez ograniczania wypłat. Rozwiązanie to ma stworzyć równoległy system bankowy, który zapewni płynność w gospodarce.

Wznowiono negocjacje z MFW w sprawie uzyskania pomocy. Fundusz uzależnia wsparcie jednak finansowe od wypełnienia warunków związanych z wprowadzeniem rzeczywistych reform w kraju i ograniczaniem wydatków budżetowych. Podjęcie trudnych decyzji jest konieczne do odzyskania zaufania międzynarodowych instytucji i uzyskania dalszych funduszy pomocowych. Jedną z sugestii MFW jest zaprzestanie emisji własnych pieniędzy przez władze lokalne. 14 argentyńskich prowincji wprowadziło właściwie własne waluty w celu wypłacania nimi wynagrodzeń w sektorze publicznym. Prowincje drukują pieniądze, emitując obligacje. W kwietniu 2002 r. wartość tych obligacji wynosiła około 1,8 mld USD, zwiększając niekontrolowany pieniądź w obiegu. Żadna z dotychczasowych reform nie zdołała też zmusić władz lokalnych do ograniczania wydatków i stosowania zasady wydawania tyle, ile wynoszą ich dochody z podatków. Władze Argentyny natomiast dotychczas nie przedstawiły dotąd własnego realnego planu ożywienia gospodarki i sanacji sektora bankowego.

W końcu czerwca 2002 r. kurs peso kształtował się na poziomie 3,81, co oznacza, że jest prawie 3 razy słabszy niż w 2001 r. Reforma finansów publicznych i rola banku centralnego nadal pozostają niejasne. Rząd w ostatnim czasie zwiększył cel dotyczący wzrostu bazy monetarnej w 2002 r. z 3,5 mld peso prawie dwukrotnie.

Podsumowanie

Już w pierwszej fazie eskalacji kryzysu w Argentynie powszechna była opinia o potrzebie zmiany reżimu kursowego i dopuszczenia swobodnego kształtowania się kursu peso na rynku walutowym, nawet jeśli rezygnacja z systemu izby walutowej byłaby dla kraju obciążeniem olbrzymim zadłużeniem zagranicznym, jakim

Tabela 2. Najważniejsze wskaźniki makroekonomiczne

	1998	1999	2000	2001	2002*
Zatrudnienie					
Stopa zatrudnienia	36,9	36,8	36,5	34,5	-
Stopa bezrobocia	12,4	13,8	14,7	18,3	20,0
Sfera realna					
PKB w mld USD, ceny bieżące	288,1	278,3	276,9	263,8	-
Wzrost PKB, w %	3,8	-3,4	-0,8	-4,5	-15
Wzrost produkcji, w %	2,0	-8,3	-1,4	-8,9	-11,2
Popyt wewnętrzny, w mld USD	327,0	312,9	310,6	293,5	-
Ceny					
CPI	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	15,0
PPI	-3,3	-4,1	3,7	-2,0	11,6
Polityka fiskalna					
Saldo budżetu, w % PKB	-1,4	-2,9	-2,4	-3,1	-3,3
Pieniądz					
Baza monetarna w mld USD	16,4	16,5	15,1	12,0	20,3
Kurs peso	1,0	1,0	1,0	1,0	3,05
Jednolitowa stopa procentowa	6,81	6,99	8,15	24,9	95,8
System finansowy					
Depozyty ogółem, w mld USD	76,4	78,6	83,8	63,1	70,5
Depozyty, w peso	34,8	32,6	32,0	16,5	61,7
Depozyty, w USD	42,0	46,1	51,9	46,6	8,7
Współczynnik płynności	-	36,7	37,8	24,3	25,5
Bilans płatniczy, w mld USD					
Eksport	26,4	23,3	26,4	26,7	1,9
Import	31,4	25,5	25,2	20,3	0,6
Bilans obrotów bieżących	-14,6	-11,9	-8,9	0,4	-
Bilans obrotów kapitałowych	18,3	14,2	9,1	0,0	-
Rezerwy walutowe	24,9	26,4	25,2	14,6	-
Zadłużenie					
Dług zagraniczny, w % PKB	30,3	50,3	45,1	50,9	98,3
Ryzyko kraju, w punktach bazowych	700	531	766	4404	4938

* prognozy

Źródło: JP Morgan, bank centralny Argentyny, IFS.

jest Argentyna, bolesnym rozwiązaniem ze względów i społecznych i gospodarczych. Biorąc pod uwagę, że Argentyna jest gospodarką dużą i zamkniętą, kraj może nie odnieść bezpośrednich korzyści z takiej zmiany (odwrotnie niż Brazylia po uwolnieniu reala), ale obecnie może zyskać dzięki autonomicznej polityce pieniężnej.

Mimo że trwający w Argentynie kryzys jest traktowany jako kryzys zadłużeniowy, to nie zadłużenie publiczne było powodem gospodarczych problemów kraju. Głęboka recesja miała cztery istotne przyczyny: wysokie stopy procentowe, sztywny kurs walutowy, system podatkowy i system polityczny w szczególnych warunkach społecznych.

Wysokie stopy procentowe w Argentynie utrudniały przede wszystkim rozwój gospodarczy małych i średnich przedsiębiorstw. Dla nich dostęp do kredytu był ograniczony ze względu na koszty pożyczek. Koszty te często pochłaniały cały wypracowany zysk i zmniejszały możliwości dalszego rozwoju firm. Ponie-

waż małe i średnie przedsiębiorstwa są w stosunku do swych rozmiarów relatywnie dużym pracodawcą, brak możliwości ich rozwoju prowadził do wysokiej stopy bezrobocia. Duża liczba niepracujących powodowała zaś zmniejszenie wpływów podatkowych i zwiększone potrzeby pożyczkowe państwa ze względu na potrzebę obsługi długu. Większy popyt na pieniądź ze strony rządu powodował wzrost stopy procentowej, wypierając dalsze inwestycje prywatne.

Niekorzystne okazało się tak długie utrzymywanie sztywnego kursu walutowego w warunkach reżimu izby walutowej. Utrata konkurencyjności cenowej gospodarki powodowała wzrost atrakcyjności towarów importowanych na rynku krajowym i ograniczała możliwości eksportu na rynki zagraniczne. Powodowało to narastanie nierównowagi zewnętrznej, ograniczenie podaży walut obcych i w przypadku Argentyny - kraju o dużym zadłużeniu zewnętrznym - trudności z obsługą długu ze środków własnych. Argentyna szczególnie dotkliwie odczuła utratę konkurencyjności cenowej

wobec rynku brazylijskiego po dewaluacji reala. Ponieważ dostosowanie po stronie kursu nie było możliwe, nastąpiło dostosowanie po stronie PKB i rynku pracy.

Argentyński system podatkowy okazał się zupełnie nieefektywny w trudnych warunkach gospodarczych. Zazwyczaj dochody podatkowe opierają się głównie na ściąganiu podatków bezpośrednich - z dochodów osobistych i zysków przedsiębiorstw w całym roku fiskalnym. W Argentynie głównym źródłem dochodów były podatki pośrednie - tj. VAT, płacony w przypadku nabywania dóbr i usług. Recesja spowodowała ograniczenie popytu w gospodarce i wobec tego spadek wpływów podatkowych, co z kolei wpłynęło na zwiększone potrzeby finansowania budżetu na rynku i wzrost stopy procentowej. Wysoka stopa procentowa utrudnia zaś rozwój przedsiębiorstw.

System polityczny w Argentynie⁵ bazuje na wysokiej stopie bezrobocia i dużej grupie osób żyjących na granicy ubóstwa, które łatwo poddają się demagogii. Populistyczni politycy wykorzystują trudne warunki życiowe społeczeństwa, niepewność i desperację do

własnych korzyści, zarówno politycznych, jak i ekonomicznych. Spowodowało to osiągnięcie przez sektor państwowy imponujących rozmiarów, ponieważ mógł on zatrudniać wiele osób, co było istotne przy wysokiej stopie bezrobocia. Stał się też nieefektywny, gdyż w opinii obserwatorów zewnętrznych, decydenci nie dysponowali odpowiednim poziomem wiedzy i byli słabo przygotowani do sprawowania władzy. Rozwijała się korupcja ze względu na fakt, że sektor publiczny opierał się na finansowym wsparciu politycznym. System polityczny okazał się również szalenie kosztowny, ponieważ wynagrodzenia osób zaangażowanych w procesy decyzyjne były wysokie, a ich liczba relatywnie duża. Powstałe warunki nie sprzyjają i nie będą sprzyjać rozwojowi, ponieważ istniejący stan rzeczy zaspokaja potrzeby polityków.

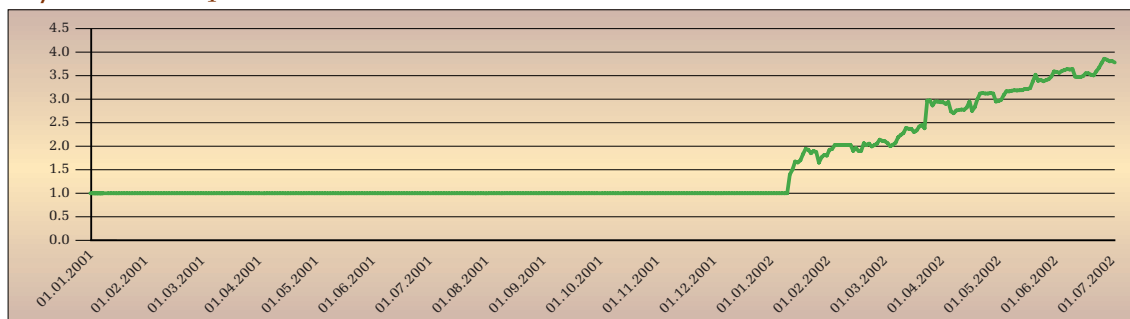
Wydaje się jednak, że opracowanie naprawę wia-rygodnego planu stabilizacyjnego przy oszczędnościowych dostosowaniach fiskalnych i uzyskanie aprobaty międzynarodowych instytucji finansowych dla zamierzonych reform pozwoli na uzyskanie pomocy finansowej z MFW i rządów zainteresowanych krajów rozwiniętych (przede wszystkim z USA). Wsparcie finansowe pozwoli zaś Argentynie wrócić na ścieżkę rozwoju gospodarczego i na międzynarodowe rynki finansowe.

⁵ Według analizy sytuacji w Argentynie F. Lugarini, EPSILON S.A., kwiecień 2002 r.

Bibliografia

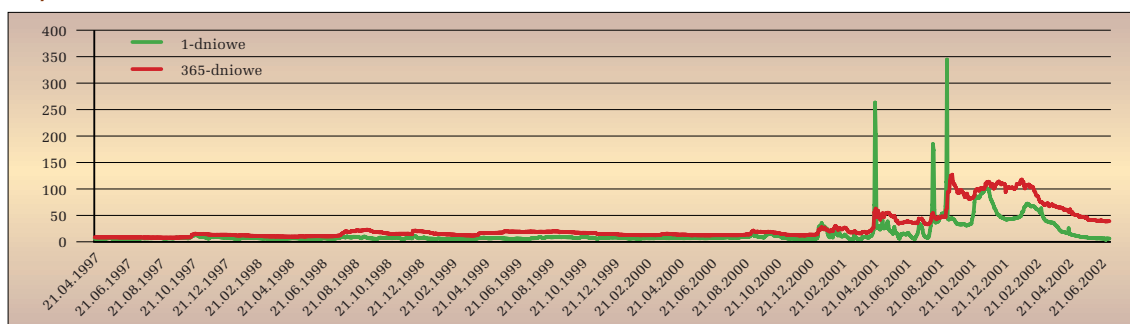
1. C. Ho: *A survey of the institutional and operational aspect of modern-day currency boards*. BIS Working Papers No 110/2002.
2. S. Edwards: *Dollarization and Economic Performance: an Empirical Investigation*. NBER 2001, Working Paper 8274.
3. P. Kaźmierczak, Ł. Wódkowski: *Kryzysy gospodarcze w Argentynie*.
4. T. Latter: *The Choice of Exchange Rate Regime*. CCBS 1996.
5. W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska: *Kryzysy walutowe*. Warszawa 2001 Wydawnictwo Naukowe PWN.
6. A. Sławiński: *Doświadczenia Argentyny ze stosowaniem izby walutowej*. „Bank i Kredyt” nr 12/2000.
7. *Argentina Country Profile 2001*. EIU 2001.
8. *Argentina Country Report*. EIU 2001.
9. „Business Trends”, różne numery z lat 2000-2001.
10. „Businessweek”, różne numery z lat 2000-2001.
11. „Economist”, różne numery z lat 2000-2001.
12. „Newsweek”, różne numery z lat 2000-2001.
13. Raporty z banków komercyjnych: Citibank, Salomon Smith Barney, Credit Suisse First Boston, Merrill Lynch, UBM, JPMorgan z lat 2000-2001.
14. OECD Economic Outlook. OECD 2002.

Wykres 1 Kurs peso wobec dolara



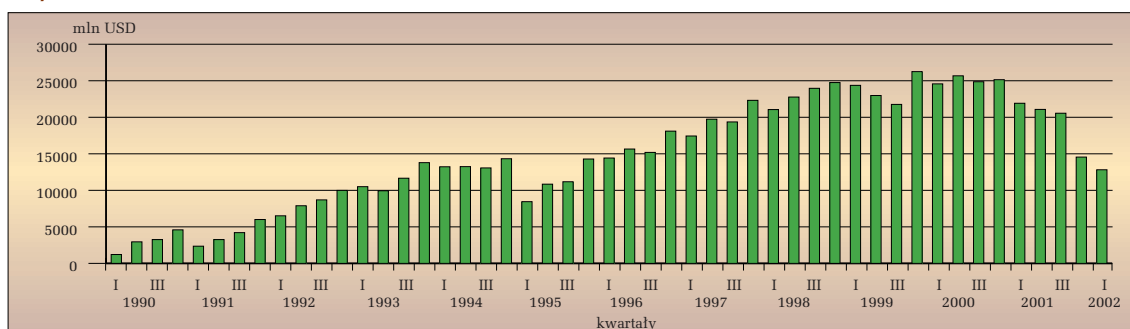
Źródło: Bloomberg.

Wykres 2 Oprocentowanie depozytów w peso na rynku międzynarodowym



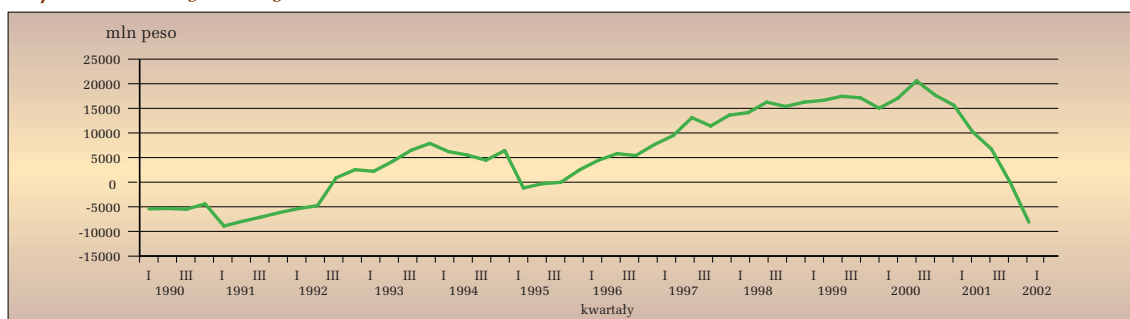
Źródło: Bloomberg.

Wykres 3 Rezerwy walutowe

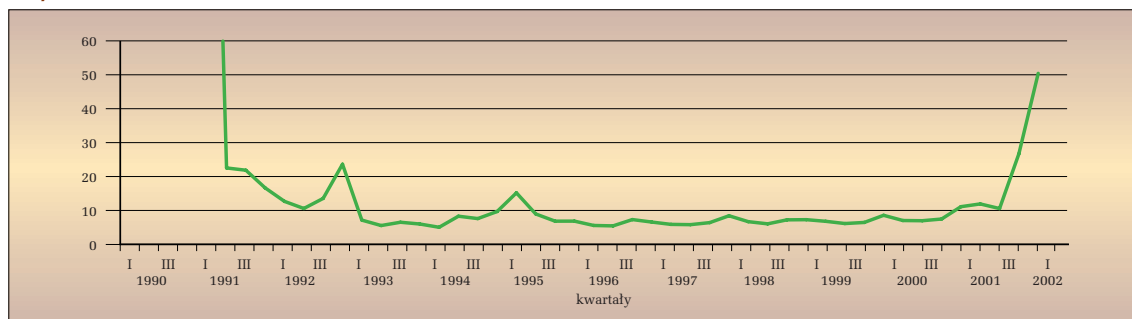


Źródło: IFS.

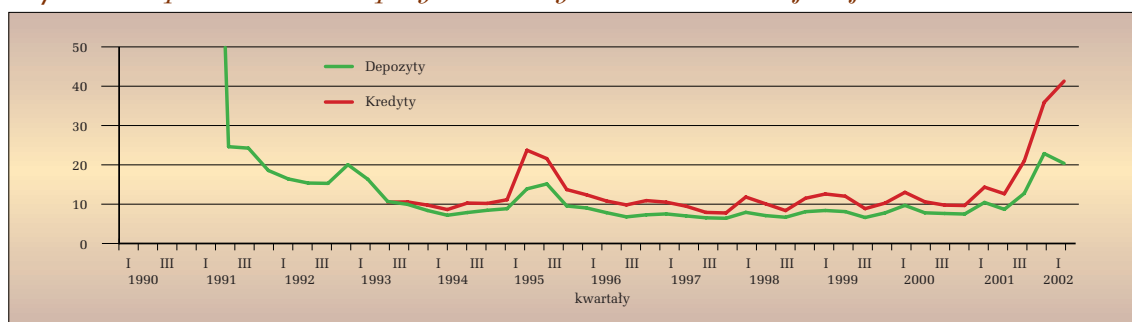
Wykres 4 Aktywa zagraniczne netto



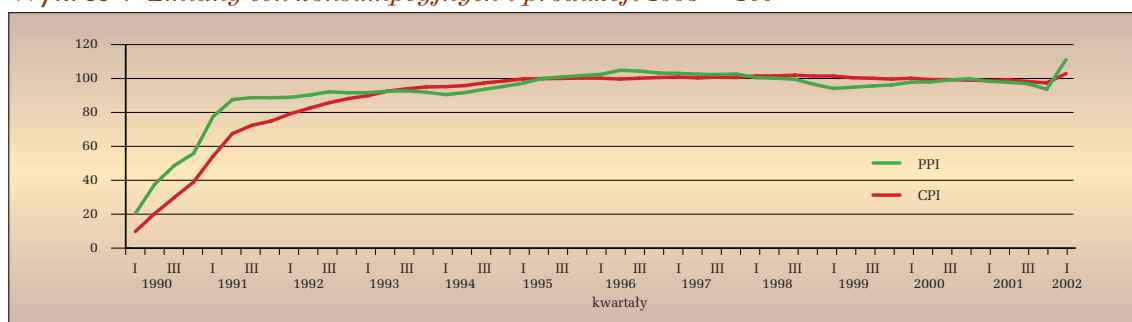
Źródło: IFS.

Wykres 5 *Rynkowa stopa procentowa*

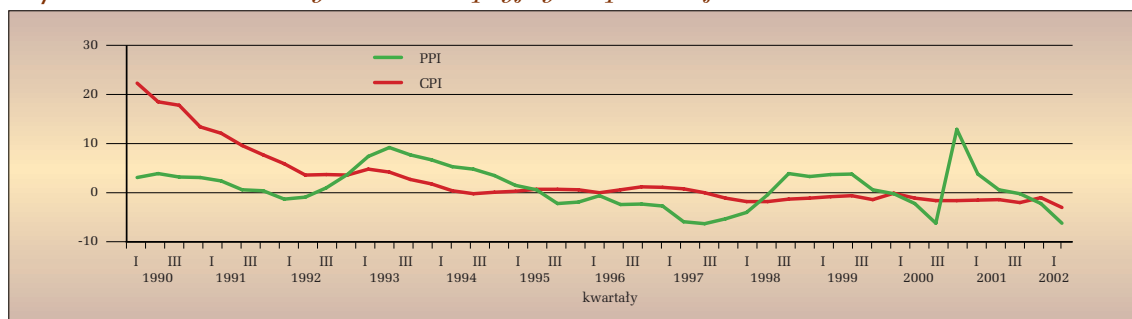
Źródło: IFS.

Wykres 6 *Oprocentowanie depozytów i kredytów w walucie krajowej*

Źródło: IFS.

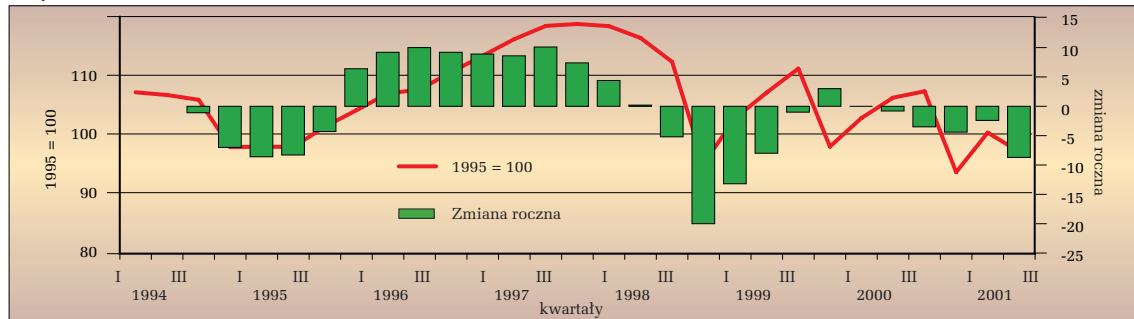
Wykres 7 *Zmiany cen konsumpcyjnych i produkcji 1995 = 100*

Źródło: IFS.

Wykres 8 *Roczne zmiany cen konsumpcyjnych i produkcji*

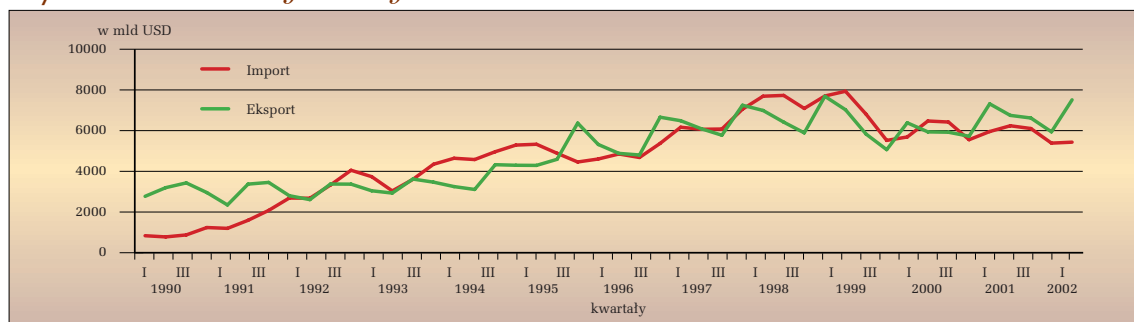
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IFS.

Wykres 9 Produkcja przemysłowa



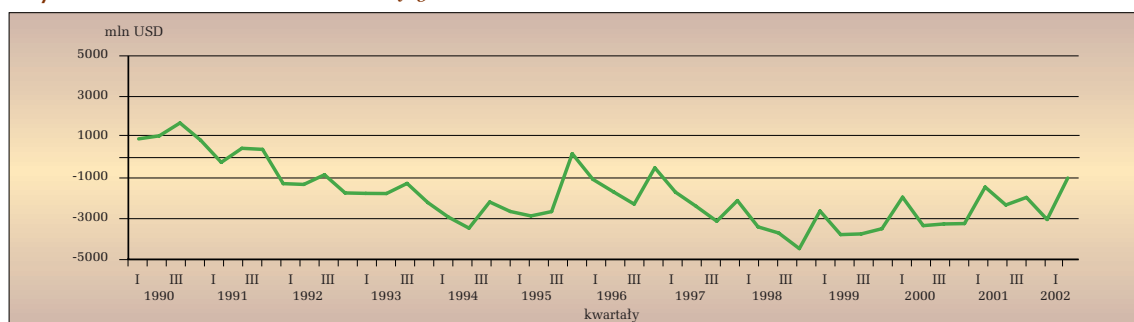
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IFS.

Wykres 10 Handel zagraniczny



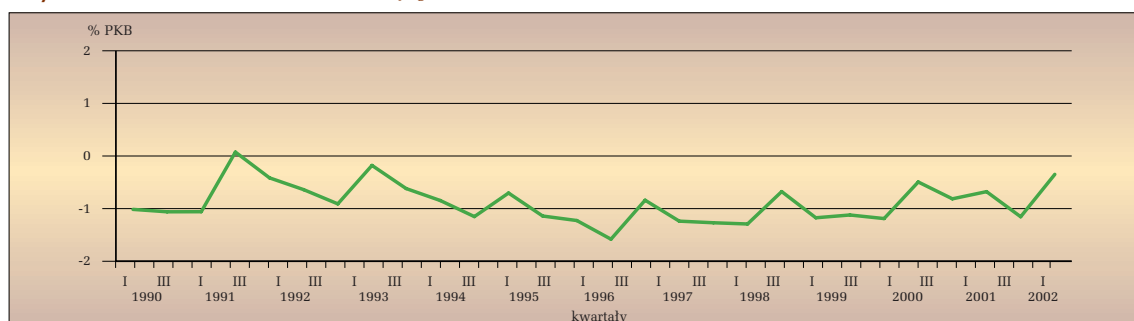
Źródło: IFS.

Wykres 11 Saldo obrotów bieżących

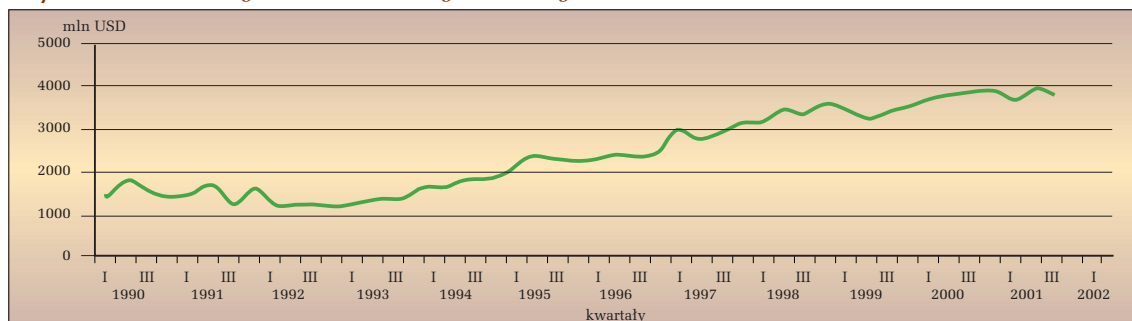


Źródło: IFS.

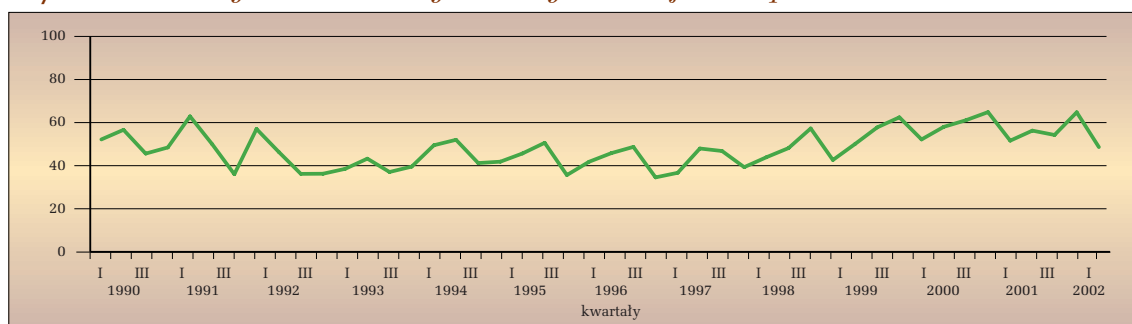
Wykres 12 Saldo obrotów bieżących



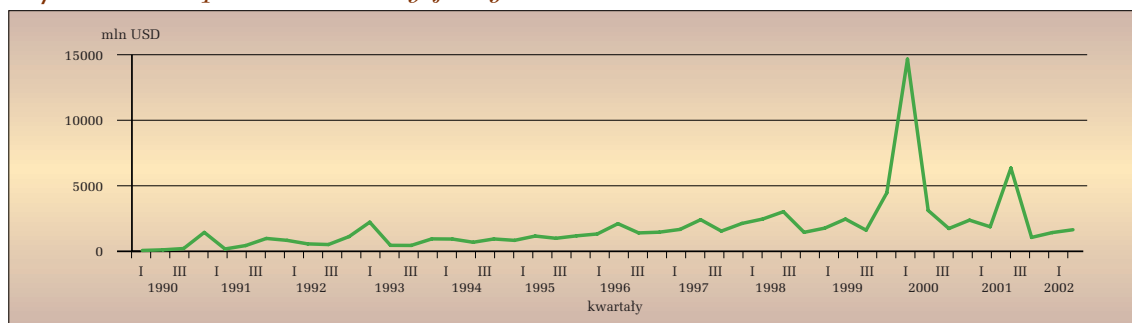
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IFS.

Wykres 13 *Obsługa zadłużenia zagranicznego*

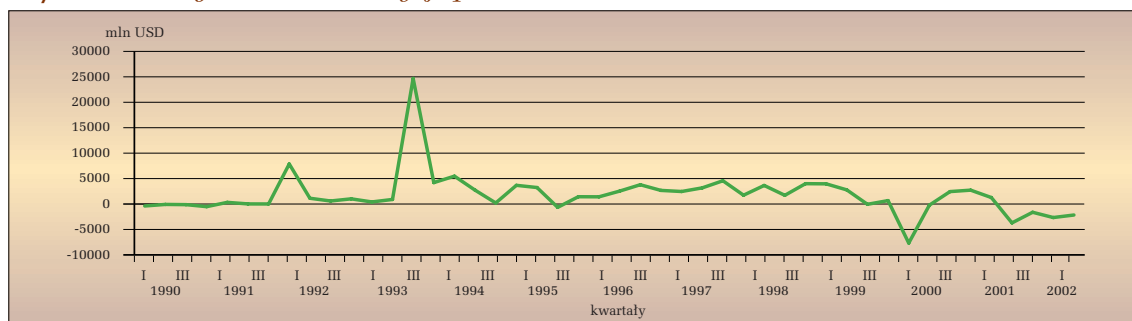
Źródło: IFS.

Wykres 14 *Obsługa zadłużenia zagranicznego w relacji do eksportu*

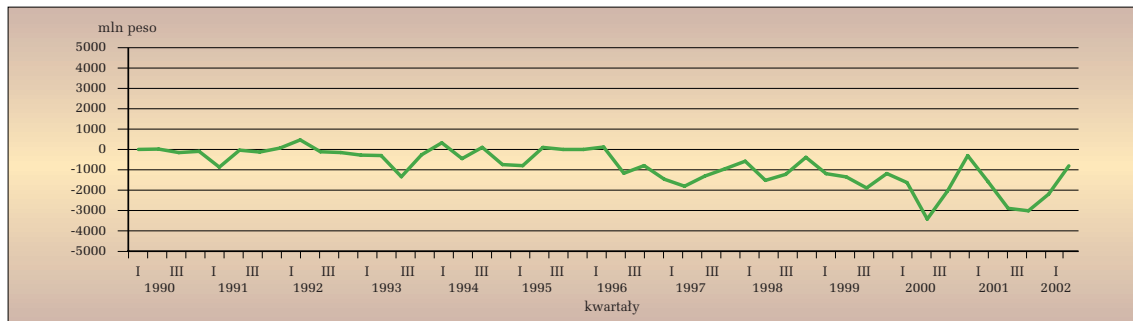
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IFS.

Wykres 15 *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne*

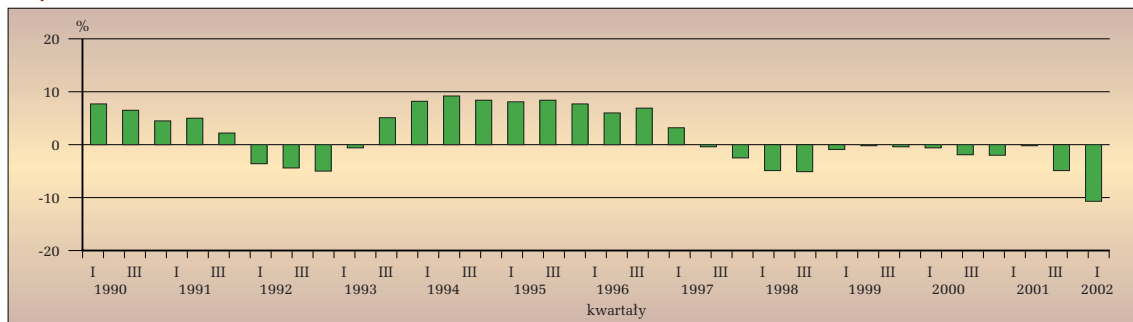
Źródło: IFS.

Wykres 16 *Zagraniczne inwestycje portfelowe*

Źródło: IFS.

Wykres 17 *Saldo budżetu państwa*

Źródło: IFS.

Wykres 18 *Tempo wzrostu gospodarczego*

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IFS.