

# Przyczyny, mechanizm i odporność na kryzysy walutowe w krajach na średnim poziomie rozwoju

## 1. Uwagi wstępne

Proces włączania gospodarki krajowej w sieć światowych powiązań handlowych i finansowych przynosi szereg korzyści zarówno na poziomie mikroekonomicznym, jak i makroekonomicznym. Krajowe przedsiębiorstwa mogą zwiększyć skalę prowadzonej działalności gospodarczej, czemu sprzyja m.in. wzrost podaży funduszy pożyczkowych (napływ kapitału zagranicznego), przepływ wiedzy technologicznej oraz dostęp do większego i zazwyczaj bardziej chłonnego rynku zbytu za granicą. Korzyści gospodarstwom domowym przynosi przede wszystkim redukcja niepełnego zatrudnienia (*underemployment*), a także dostęp do szerszej gamy towarów i usług. Do głównych korzyści makroekonomicznych można z kolei zaliczyć efektywniejsze wykorzystanie posiadanych zasobów i umiejętności dzięki eksploatacji możliwości, które stwarzają przewagę komparatywną, szybszy wzrost gospodarczy oraz dyscyplinujący wpływ otwarcia gospodarki na prowadzoną politykę ekonomiczną.

Proces integracji gospodarczej i finansowej wiąże się jednak także z kosztami. Możliwe jest bowiem, że dynamiczna przewaga komparatywna nie pokrywa się z przewagą statyczną: przedwczesne lub nazbyt głębokie otwarcie gospodarki będzie skutkowało w tych warunkach petryfikacją suboptymalnej struktury produkcji. Z kolei w sferze finansowej poważne zagrożenie stanowią kryzysy finansowe, o czym świadczą doświadczenia takich krajów, jak: Argentyna, Brazylia, Indonezja, Korea, Meksyk, Rosja, Tajlandia, w których kryzysy przybrały postać kryzysu walutowego (zob. Małecki i in., 2001)<sup>1</sup>. Gdyby te kraje były gospodarczo i finansowo zamknięte, to tego rodzaju kryzys nie byłby możliwy (co nie oznacza, że nie doszłoby do innego kryzysu, np. zadłużeniowego lub bankowego).

---

<sup>1</sup> Kryzysy w tych krajach zostały określone przez Reinhart i Rogoffa (2009, s. 190) jako najbardziej „znaczące kryzysy walutowe”.

Celem rozdziału jest przedstawienie przyczyn i mechanizmu kryzysów walutowych, a także identyfikacja czynników, które oddziałują na odporność krajów na zjawiska kryzysowe. Analizie poddano alternatywne modele kryzysów walutowych, które w literaturze przedmiotu dzieli się na modele pierwszej, drugiej i trzeciej generacji. Kryterium, którego można użyć do rozróżnienia tych modeli, jest główna przyczyna kryzysu walutowego: w modelach pierwszej generacji to niespójna polityka makroekonomiczna, w modelach drugiej generacji – samospełniające się oczekiwania spekulantów co do możliwej zmiany polityki makroekonomicznej, a w modelach trzeciej generacji – słabości strukturalne gospodarki występujące na poziomie mikroekonomicznym. Różnic jest jednak więcej, np. mechanizm kryzysu, jego przebieg, rodzaj polityki zapobiegania kryzysowi i zarządzania nim. Przyjmuje się, że kluczowym czynnikiem, stojącym za wyróżnianiem kolejnych generacji modeli, były wydarzenia gospodarcze. Kolejne generacje modeli powstawały w reakcji na zjawiska kryzysowe głównie w krajach na średnim poziomie rozwoju. Krugman (1979) w swoim klasycznym artykule na temat kryzysów bilansu płatniczego stwierdził, że „istnieją oczywiście cechy, które są wspólne dla wielu kryzysów, a **empiryczne regularności** sugerują, że przebiegiem kryzysów rządzi wspólny proces” (podkr. M.D.). Nie ma kontrowersji co do tego, że wydarzeniem, które istotnie przyczyniło się do powstania modeli drugiej generacji, był kryzys Europejskiego Systemu Walutowego w latach 1992–1993 (zob. np. Végh, 2013, ramka 16.2) oraz że kryzys azjatycki w latach 1997–1998 zainspirował ekonomistów do konstrukcji modeli trzeciej generacji (zob. np. Sławiński, 2001).

Rozdział składa się z siedmiu podrozdziałów. W drugim omówiono kwestie terminologiczne. Poszczególnym generacjom modeli kryzysów walutowych poświęcono kolejne trzy podrozdziały. W szóstym podrozdziale wykorzystano modele kryzysów walutowych do wyjaśnienia odporności krajów na średnim poziomie rozwoju na ostatni światowy kryzys finansowy. W ostatnim punkcie sformułowano uwagi końcowe.

# Wpływ otwartości rynków finansowych na podatność gospodarek na zjawiska kryzysowe

## 1. Uwagi wstępne

W ostatnich kilkunastu latach kraje na średnim poziomie rozwoju charakteryzuje relatywnie wysoka dynamika wzrostu gospodarczego oraz większa niż poprzednio odporność na zachodzące w gospodarce światowej globalne zjawiska kryzysowe. W dużej mierze wynika to z faktu uprzedniego (w latach 90. XX w.) doświadczenia przez te gospodarki licznych kryzysów walutowych i bankowych oraz podjętych w ich wyniku działań naprawczych. Pod silnym naciskiem organizacji międzynarodowych (głównie Międzynarodowego Funduszu Walutowego) kraje te dokonały istotnych zmian w prowadzonej polityce ekonomicznej oraz w przyjętych rozwiązaniach instytucjonalnych. Zmiany te z jednej strony były ukierunkowane na wzmocnienie podażowej strony gospodarki, a z drugiej – na zmniejszenie prawdopodobieństwa wystąpienia podobnych kryzysów w przyszłości. Ogólnie można powiedzieć, że kraje te wzmocniły swoje fundamenty makroekonomiczne, a także przeprowadziły wiele reform regulacyjnych i instytucjonalnych, w tym w odniesieniu do szeroko rozumianego sektora finansowego.

Być może najważniejszą miarą skuteczności przeprowadzonych dostosowań było to, że przynajmniej po części okazały się przydatne w zwiększeniu odporności tych gospodarek na nowe, silne zaburzenia w sferze finansowej i realnej, nawet mimo tego, że zaburzenia te były pod wieloma względami odmienne od wcześniejszych. Co prawda, w czasie ostatniego kryzysu tempo wzrostu uległo spowolnieniu we wszystkich grupach krajów, niemniej kryzys w znacznie silniejszym stopniu dotknął kraje wysoko rozwinięte niż kraje na średnim poziomie rozwoju, co pozwoliło na zmniejszanie dystansu w poziomie dochodu *per capita* między obydwoma grupami krajów.

Odmienność przebiegu kryzysu (zwłaszcza w jego początkowej fazie) pomiędzy gospodarkami wysoko rozwiniętymi a gospodarkami na średnim poziomie rozwoju zainicjowała dyskusję o możliwości rozłączenia się (*decoupling*) gospodarek tych grup krajów. Podjęte działania naprawcze uzasadniały nadzieję na to, że kraje na średnim poziomie rozwoju staną się motorem gospodarki światowej. Z drugiej jednak strony

wyraźnie brzmiał argument przeciwko hipotezie rozłączania, a mianowicie brak gwarancji, że reformy i działania zapobiegawcze podjęte w krajach na średnim poziomie rozwoju po kryzysach lat 90. ochronią je przed nowymi zaburzeniami o odmiennych przyczynach, mechanizmach i kanałach oddziaływania. Istniała też poważna wątpliwość, czy nawet jeśli rynki wschodzące stałyby się nową „bezpieczną przystanią” dla światowych przepływów kapitałowych, to czy miałyby wystarczającą zdolność absorpcyjną, aby te kapitały wchłonąć, bez zdestabilizowania własnych gospodarek.

Dalszy przebieg kryzysu pokazał, że dotknięte nim zostały również gospodarki wschodzące<sup>1</sup>. Siła i zakres kryzysu były tak duże, że przeprowadzone w tych krajach zmiany pozwoliły wprowadzić na ograniczenie skali kryzysu, ale nie mogły być wystarczające dla całkowitego uchronienia gospodarek przed jego wystąpieniem. Powszechna awersja do ryzyka i efekt zarażania doprowadziły do odpływu kapitałów z tych rynków do „bezpiecznej przystani”, którą ostatecznie nadal pozostał rynek amerykańskich skarbowych papierów wartościowych. Recesja w krajach rozwiniętych i zacieśnienie polityki kredytowej wpłynęły na załamanie się globalnych obrotów handlowych i obniżenie wzrostu PKB w gospodarkach wschodzących.

Rozwój kryzysu podważył więc zasadność hipotezy rozłączania (*decoupling*). Rynki wschodzące – mimo dynamicznego wzrostu gospodarczego notowanego przed kryzysem – nie były w stanie uniknąć recesji. Dotyczy to zarówno gospodarek europejskich, azjatyckich, jak i państw południowoamerykańskich, tym bardziej że dodatkowym źródłem perturbacji gospodarczych były też gwałtowne zmiany cen żywności oraz ropy naftowej (*Światowy kryzys gospodarczy*, 2009). Należy jednak zauważyć, że kraje na średnim poziomie rozwoju zostały dotknięte przez kryzys w mniejszym stopniu (jeżeli chodzi o skalę kryzysu), a nade wszystko, że szybsze było w nich tempo wychodzenia z recesji, niż działo się to w przypadku krajów wysoko rozwiniętych<sup>2</sup>.

Względna odporność krajów na średnim poziomie rozwoju na zjawiska kryzysowe doprowadziła do relatywnego wzrostu znaczenia tych krajów w gospodarce światowej.

---

<sup>1</sup> Nie wszystkie gospodarki wschodzące były jednakowo oceniane przez inwestorów w obliczu kryzysu. Najsilniej kryzysem zaufania zostały dotknięte kraje Europy Środkowo-Wschodniej. Inwestorzy zwracali uwagę na utrzymujące się w wielu krajach tego regionu, zdecydowanie większe niż w Azji czy Ameryce Łacińskiej, nierównowagi zewnętrzne, które doprowadziły do szybkiego narastania długu zagranicznego i silnego uzależnienia się od kapitału zagranicznego, relatywnie wysokie deficyty sektora finansów publicznych, a także potencjalnie mniejszą stabilność systemu bankowego (szybki wzrost akcji kredytowej finansowany środkami pozyskanymi za granicą). W rezultacie skala odpływu kapitału i deprecjacji walut krajowych była w tym regionie jedną z największych wśród gospodarek wschodzących. Dodatkowym czynnikiem zmniejszającym odporność na globalny kryzys w regionie były wzrastające w poprzednich latach powiązania handlowe i finansowe (ekspansja banków europejskich) z przechodzącymi poważny kryzys krajami „starej” UE (Kawa, 2012).

<sup>2</sup> Stanowi to wyraźną odmienną w stosunku do poprzednich doświadczeń tych krajów. Dane historyczne dostępne dla lat 1870–2004 pokazują, że kraje te charakteryzowały się znacznymi wahaniami dynamiki zmian produkcji: z jednej strony notowały przeciętnie wyższą stopę wzrostu niż kraje wysoko rozwinięte, jednakże z drugiej – spadek tempa wzrostu PKB przebiegał w nich gwałtowniej. W przypadku ostatnich zaburzeń specyficzne pozostaje v-kształtne zachowanie się PKB, objawiające się szybkim powrotem produkcji do poziomu sprzed kryzysu.

Od lat 90. XX w. zwiększał się ich udział w światowej produkcji i handlu. Taka tendencja dotyczyła krajów Europy Środkowo-Wschodniej, Ameryki Łacińskiej, a przede wszystkim Azji. Udział gospodarek wschodzących w światowym PKB wzrósł w latach 2004–2008 z 21% do 31%, a w handlu zagranicznym z 27% do 35% (*World Economic Outlook*, 2011). W czasie ostatniego kryzysu wiele gospodarek wschodzących uniknęło recesji, albo była ona mniejsza niż w przypadku gospodarek wysoko rozwiniętych, i rozwijało się w tempie wyższym niż kraje wysoko rozwinięte. W latach 2008–2013 gospodarki o niskich dochodach notowały średnioroczną dynamikę wzrostu ok. 5,2% rocznie, kraje na niższym-średnim poziomie – ok. 4%, kraje na wyższym-średnim poziomie – ok. 2,9%, zaś kraje o wysokich dochodach – 0,7% (*World Economic Outlook*, 2011). W związku z tym zaczęto formułować opinie o możliwej „wielkiej konwergencji”, co miało być odwróceniem obserwowanego w XX w. zjawiska „wielkiej dywergencji”, czyli powiększania się zróżnicowania dochodów między krajami. Gdyby porównać dynamikę wzrostu gospodarczego w krajach na średnim poziomie rozwoju oraz w krajach wysoko rozwiniętych, to okazuje się, że na przestrzeni ostatnich 20 lat ta różnica znacznie się powiększyła na korzyść tej pierwszej grupy krajów, co w praktyce oznacza, że kraje na średnim poziomie rozwoju rozwijały się coraz szybciej w stosunku do gospodarek wysoko rozwiniętych, nadrabiając dystans w poziomie rozwoju (Kawa, 2016).

Te doświadczenia mogłyby stanowić podstawę do oczekiwania, że również w kolejnych latach gospodarki wschodzące będą notować relatywnie wysokie tempo wzrostu i wykazywać większą odporność na globalne zaburzenia, będąc niejako „skazanymi na sukces”. Okazuje się jednak, że może to być scenariusz nadmiernie optymistyczny. Po pierwsze, miejsce dynamicznego trwałego rozwoju może zająć zjawisko, które w literaturze jest określane jako transformacja na średnim poziomie rozwoju (*middle-income transition*), bądź jako pułapka średniego poziomu rozwoju (*middle-income trap*)<sup>3</sup>. Po

---

<sup>3</sup> Występuje wówczas, gdy dany kraj wchodzi w etap procesu wzrostu, któremu odpowiada pewien, niejednolite ujmowany w literaturze przedmiotu, poziom dochodu *per capita*. Na tym etapie gałęzie, które do tej pory stymulowały wzrost, stają się niekonkurencyjne ze względu na wzrost płac. Produkcja w tych pracochłonnych gałęziach jest przenoszona do krajów o niższych kosztach wytwarzania, a ich miejsce w kraju jest zastępowane przez gałęzie, które tworzą wartość poprzez intensywniejsze wykorzystanie kapitału rzeczowego, kapitału ludzkiego i wiedzy. Kraje o średnim poziomie rozwoju są więc na rynkach międzynarodowych narażone na konkurencję biedniejszych krajów, dysponujących tanią siłą roboczą, i wysoko rozwiniętych krajów, oferujących produkty bardziej zaawansowane technologicznie. Zdaniem Spence'a (2011) transformacja na średnim poziomie rozwoju dotyczy tego „wycinka” procesu wzrostu, przy którym PKB *per capita* mieści się w przedziale od 5000 USD do 10000 USD. Eichengreen, Park i Shin (2012) wskazują, że poziomem krytycznym, po którym często obserwowano załamanie wzrostu, jest dochód *per capita* w wysokości 15 000–17 000 USD. Nowsze wyniki badań empirycznych prowadzonych przez tych autorów pokazują, że istnieją dwa niebezpieczne przedziały dochodu, przy których dany kraj może wpaść w pułapkę średniego rozwoju – pierwszy przy ok. 11 000 USD, a drugi przy ok. 15 000 USD. Z danych empirycznych wynika, że wiele krajów doświadczyło takiego właśnie podwójnego znacznego spowolnienia dynamiki PKB (Eichengreen, Park i Shin, 2013). Szerokie omówienie koncepcji pułapki średniego poziomu rozwoju i różnorodnych jej aspektów w wymiarze teoretycznym i empirycznym zawiera praca *Średni poziom rozwoju gospodarczego. Pułapka czy szansa* (2016).

drugie, istotne staje się rozważenie, jaka jest zależność między postępującym otwieraniem się tych gospodarek a ich podatnością na nowe zaburzenia w sferze realnej i finansowej. Należy przy tym pamiętać, że odporność na kryzysy i utrzymanie wysokiej długookresowej dynamiki gospodarczej jest niezwykle istotne nie tylko z punktu widzenia partykularnych interesów tych krajów, stanowiąc warunek zmniejszenia dystansu dzielącego je w stosunku do gospodarek wysoko rozwiniętych, ale również dla stabilności całej gospodarki światowej. Jak bowiem wskazują eksperci Banku Światowego, główne niebezpieczeństwo wywołania nowych poważnych perturbacji w gospodarce światowej może mieć swoje źródło w wystąpieniu głębszego, niż się oczekuje, i zsynchronizowanego spowolnienia wzrostu gospodarczego w krajach BRICS i równoczesnych zawirowaniach na rynkach finansowych.

W obliczu zarysowanych uwarunkowań celem niniejszego rozdziału jest analiza natury, kierunku oraz siły zależności zachodzących w krajach na średnim poziomie rozwoju między otwartością rynków finansowych rozumianą w kategoriach ich liberalizacji a podatnością na kryzysy. W głównej mierze chodzi więc o próbę odpowiedzi na pytanie, czy akumulacja kapitału krajowego oraz napływ kapitału zagranicznego do gospodarek o wciąż relatywnie płytkich rynkach finansowych i stosunkowo ubogich doświadczeniach w zakresie nadzoru nad nimi nie przekroczy możliwości absorpcyjnych tych gospodarek i nie będzie zwiększał ich podatności na możliwe przyszłe zaburzenia. Tak postawiony cel badawczy skłania do ostrożności w interpretowaniu formułowanych wniosków. Należy bowiem mieć świadomość, że wprowadzanie badań teoretycznych i empirycznych oraz doświadczenie historyczne wzbogacają naszą wiedzę na temat czynników, które zwiększają podatność gospodarki na kryzys, oraz uwarunkowań, od których zależy jego przebieg i możliwości jego przezwyciężenia, nie muszą jednak być przydatne w przewidywaniu kolejnych, nie mówiąc już o ich zapobieganiu. Jak zauważają eksperci MFW, „przewidywanie kryzysów jest nadal bardziej sztuką niż nauką, a doświadczenia z wcześniejszych kryzysów sugerują, że należy oczekiwać czegoś nieoczekiwanego. Kryzysy odzwierciedlają na ogół słabości, które uczestnicy rynku i politycy gospodarczy przeoczyli” (Hamann et al., 2003, s. 20).

Punktem wyjścia rozważań jest przedstawienie teoretycznych argumentów dotyczących zależności między liberalizacją rynków finansowych a podatnością gospodarki na zaburzenia. Na tym tle dokonano przeglądu wyników badań empirycznych. Rozdział zamykają uwagi końcowe.

# Nowa faza dyskusji o zasadności kontroli międzynarodowych przepływów kapitału

## 1. Uwagi wstępne

Argumenty za kontrolą przepływów kapitału<sup>1</sup> i przeciw niej od dawna przyciągają uwagę nie tylko ekonomistów, ale również polityków, stanowiąc część szerszej dyskusji na temat optymalnej roli państwa i rynku w procesach gospodarczych. Poważny problem pojawia się wówczas, gdy w danym okresie argumenty ekonomistów, nawet jeśli wśród nich samych dosyć zbieżne, różnią się w istotny sposób od poglądów polityków. Na tę potencjalną rozbieżność opinii nakłada się dodatkowy wymiar kontrowersji – czy argumenty za i przeciw odnoszą się w podobnym stopniu do krajów wysoko rozwiniętych i do gospodarek wschodzących. W tym ostatnim przypadku może się ponadto okazać, że nawet jeśli w danym okresie podobne poglądy (za kontrolą lub przeciw niej) dominują w odniesieniu do obydwu grup krajów, nie musi to oznaczać braku poważnych różnic opinii na temat: a) rodzaju narzędzi, jakie należy zastosować; b) sposobu powiązania narzędzi z celami, jakie zamierza się osiągnąć; c) zakresu koordynacji z innymi rodzajami krajowej polityki gospodarczej; d) możliwości skoordynowania działań w skali międzynarodowej oraz e) horyzontu czasowego, w jakim zastosowana polityka miałaby obowiązywać.

Jest zrozumiałe, że zarysowane dylematy stały się szczególnie skomplikowane w warunkach obecnego światowego kryzysu finansowego, który w pierwszej kolejności dotknął kraje wysoko rozwinięte, ale który następnie poprzez wtórne efekty rozprzestrzenił się także na inne grupy krajów<sup>2</sup>. Dlatego celem rozdziału jest próba pokazania, czy i w jakim zakresie zalecane coraz częściej gospodarkom wschodzącym wprowadzenie określonych narzędzi kontroli przepływów kapitału znajduje uzasadnienie w wynikach

---

<sup>1</sup> Ze względów praktycznych w niniejszym rozdziale zamiast tytułowego pojęcia „kontrola międzynarodowych przepływów kapitału” stosowane będzie pojęcie „kontrola przepływów kapitału”, odpowiadające ang. *capital controls*. W polskiej literaturze stosowane jest też pojęcie „kontrola dewizowa” (np. Gromiec i in., 2012).

<sup>2</sup> Zob. szerzej Wojtyna (2011).

prowadzonych badań teoretycznych. W podrozdziale 1.2 sprecyzowano najważniejsze dla toczącej się dyskusji pojęcia, ale przede wszystkim wskazano przyczyny wyraźnego w ostatnich latach ponownego wzrostu zainteresowania problematyką kontroli przepływów kapitału. W podrozdziale 1.3 przedstawiono nowe kierunki badań teoretycznych nad celowością i skutecznością kontroli przepływów kapitału, przyjmując za punkt odniesienia tzw. trylemat polityki pieniężnej w warunkach gospodarki otwartej, natomiast w powiązonym z nim podrozdziale 1.4 uwzględniono inne ważne wątki badań, w których z reguły dominuje kwestia relatywnej efektywności kontroli przepływów na tle innych dostępnych narzędzi polityki państwa. Podrozdział 1.5 zawiera główne wnioski. Zgodnie z przyjętą w książce perspektywą badawczą w rozdziale położono nacisk na te wątki badań teoretycznych i empirycznych, które są szczególnie przydatne dla uchwycenia specyfiki i zmieniającej się roli krajów na średnim poziomie rozwoju w gospodarce światowej.