

*Bogdan Buczkowski**

KRYZYS FINANSOWY W ROSJI I SPOSOBY JEGO ROZWIĄZYWANIA

W ciągu kilku lat reform w Rosji nie udało się zapobiec chronicznemu kryzysowi finansów publicznych. Antyinflacyjne zabiegi podjęte w latach 1995–1996 tylko czasowo polepszyły sytuację makroekonomiczną. Jednak szybkiej obniżce tempa inflacji i wzrostowi realnego kursu rubla nie towarzyszyło zmniejszenie deficytu budżetowego.

Polityka finansowania budżetu poprzez zwiększanie długu publicznego, przy stosunkowo restrykcyjnej polityce pieniężno-kredytowej, może być prowadzona przez dłuższy czas. Okazała się jednak mało skuteczna w warunkach liberalizacji przepływów kapitałowych i światowego kryzysu finansowego, co potwierdziło również doświadczenie innych krajów, które wprowadziły liberalne reformy rynkowe.

Jednym z istotnych warunków sukcesu stabilizacji makroekonomicznej jest wzajemne uzupełnianie się i zgodność polityki pieniężno-kredytowej, walutowej, podatkowej i budżetowej, a także przedsięwzięć w dziedzinie regulacji bankowych. W przeciwnym razie wcześniej czy później dochodzi do sprzeczności pomiędzy restrykcyjną polityką pieniężno-kredytową a słabością systemu finansów publicznych. Sytuacja makroekonomiczna i próba stabilizacji gospodarki bez radykalnej reformy finansów państwa zwiększa zagrożenie wysoką inflacją w warunkach ostrego reżimu walutowego.

Narastający od 1996 do 1998 r. deficyt budżetowy stworzył przesłanki powstania nowego nawisu inflacyjnego. Nagromadzony wewnętrzny dług państwowy wyniósł 506 mld rubli i miał głównie postać GKO (termin spłaty 3 i 6 miesięcy) i OFZ (z terminem spłaty od 1 do trzech lat)¹.

* Dr, starszy wykładowca, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego.

¹ Państwowe Krótkoterminowe Obligacje (ros. – Gosudarstwiennye Kratkosrocznyje Obligacii – GKO). Państwo sprzedawało je z trzymiesięcznym terminem wykupu. Stawka procentowa była na tyle wysoka, że każdy bank je chętnie kupował. Doszło do tego, że banki prawie

W połowie 1998 r. przyrost masy pieniądza dwa razy przewyższał poziom, który wymuszał inflacyjne finansowanie deficytu budżetowego w latach 1995–1996, i zwiększył ryzyko inflacji².

Pierwszy etap kryzysu finansów publicznych nastąpił dwa lata wcześniej, w okresie między parlamentarnymi i prezydenckimi wyborami. W związku z koniecznością finansowania większych wydatków socjalnych szybko wzrosła potrzeba zdobycia dodatkowych środków dla budżetu³. Od końca 1995 r. znacznie spadła dyscyplina podatkowa przedsiębiorstw, co doprowadziło do obniżenia wpływów podatkowych w pierwszym półroczu 1996 r. o 27,5% w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego.

W 1996 r. chroniczny kryzys budżetowy zaostrzył się, co było skutkiem makroekonomicznej polityki stabilizacyjnej. Nie przeprowadzono jednak reformy podatkowo-budżetowej, z takich m. in. powodów, jak: wybory prezydenckie, niestabilność polityczna i walka grup oligarchicznych. Kryzys ten, podobny do stabilizacyjnego szoku w 1995 r. spowodował zwiększenie emisji GKO i OFZ w pierwszym półroczu 1996 r. Dzięki temu udało się zapobiec na pewien czas wzrostowi tempa inflacji, ale nie została usunięta główna przyczyna restrykcyjnej polityki antyinflacyjnej. Po kryzysie sierpniowym w 1998 r. szybko wzrosło ryzyko powrotu ekspansji pieniężno-kredytowej⁴.

Po wyborach prezydenckich w lipcu–sierpniu 1996 r. dynamika długu wewnętrznego zmniejszyła się. Główną tego przyczyną było zmniejszenie ryzyka politycznego, a także dopuszczenie na szeroką skalę nierezzydentów do wewnętrznego rynku państwowych papierów wartościowych w sierpniu 1996 r.⁵ W rezultacie obniżenia dochodowości tych papierów znacznie spadła wartość obsługi długu, a jego wysokość ustabilizowała się. W 1995 r. realna wartość GKO–OFZ w stosunku do PKB wzrosła 2,76 razy, a w 1996 r. 2,23 razy. Dla porównania przed kryzysem, tj. od maja 1997 do maja 1998 r., realny wzrost długu wewnętrznego w instrumentach rynkowych wynosił tylko 14,7%. Liczba ta nie uwzględnia obniżenia długu wewnętrznego o 12,2% w GKO–OFZ bezpośrednio przed kryzysem, w związku z nadzwyczajnymi działaniami podjętymi przez władze podatkowe.

zrezygnowały z innych operacji i realizowały zysk z transakcji w GKO, lokując w nie do 90% aktywów. Nie starczało więc środków na inwestycje w różnych branżach gospodarki, ponieważ nie dawały one tak wysokiego zysku jak obligacje państwowe. OFZ to długoterminowe obligacje federalne (ros. – Obligacji Fiedieralnogo Zajma)

² A. Ilarionow, *Kryzys finansowej sistemy Rossji: Osnownyje faktory i ekonomiceskaja politika IEPPP*, „Woprosy Ekonomiki” 1998, nr 11, s. 2.

³ Tamże, s. 2.

⁴ A. Wawilow, *Gosudarstwennyj dolg: uroki krizisa, principy upravlenija*, Moskwa 2001.

⁵ W głównej mierze na spłaty zadłużenia w stosunku do emerytur i na wynagrodzenia w sferze budżetowej.

Stabilizacja długu wewnętrznego umożliwiła władzom priorytetowe traktowanie polityki zarządzania długiem, a w szczególności przedłużanie terminów spłat obligacji państwowych. Pod koniec września 1997 r. średni termin wykupu GKO–OFZ wynosił 230 dni. Dla porównania na początku 1996 r. było to 105 dni. Jednak wydłużenie terminów wykupu następowało pomimo emisji nowych serii OFZ. Restrukturyzacja zadłużenia Ministerstwa Finansów wobec Banku Centralnego dokonana została 15 marca 1997 r. poprzez emisję 13 nowych transz OFZ na łączną kwotę 81 trylionów rubli, tj. 3,1% PKB z terminem wykupu od 4 do 16 lat⁶. Większość zobowiązań pozostała w portfelu Banku Centralnego i nie weszła do obrotu rynkowego.

Mechanizm kryzysu zadłużeniowego w Rosji można rozpatrywać nie tylko jako dynamikę nagromadzenia długu realnego, ale również jako stosunek wydatków obsługi długu do dochodów budżetu. Wskaźnik ten pokazuje, jaki jest stopień ryzyka kryzysu systemu finansowego państwa w przypadku, gdy nie jest możliwa nowa emisja obligacji. Dynamika wydatków bieżących na obsługę GKO–OFZ (spłaty wraz z odsetkami) do dochodów budżetowych wyniosła w maju 1995 r. 0,5, w maju 1996 r. 1,7, w maju 1997 r. 2,6, a w sierpniu 1998 r. 0,5.

Jak widać wydatki na GKO–OFZ były stabilne i niższe od dochodów budżetowych do lutego 1996 r., kiedy to ich stosunek zwiększył się do 1,21, jako rezultat szybkiego wzrostu zadłużenia związanego z podjętymi próbami stabilizacji gospodarki w 1995 r. i kampanią przedwyborczą. W pierwszym kwartale 1996 r. wzrosła realna stopa procentowa przy jednoczesnym zwiększeniu wydatków budżetowych na politykę socjalną. Od lipca 1996 r., czyli po wyborach prezydenckich, wydatki na GKO–OFZ rosły permanentnie⁷.

Sytuacja taka była spowodowana przede wszystkim strukturą terminów spłat długu publicznego. Zdecydowana większość wydatków na GKO–OFZ to wydatki na spłatę krótkoterminowych papierów wartościowych, które dominowały w portfelu rynkowym. Jednym z najważniejszych czynników wpływających na wielkość tych wydatków był średni okres płatności zobowiązań państwowych, co świadczy o tym, że możliwa była próba obniżenia wydatków na spłatę długu za pomocą wydłużania terminów spłat⁸.

Gdyby władzom podatkowym udało się w pełni wykorzystać sprzyjający okres 1996–1997 i istotnie wydłużyć terminy spłat zobowiązań rynkowych, to udałooby się znacznie zmniejszyć wydatki na obsługę GKO–OFZ. Próby przedłużania terminów poprzez emisję długoterminowych OFZ były szczególnie widoczne od drugiego półrocza 1995 r. Jednak polityka ta była sprzeczna z zadaniem obniżania kosztów obsługi długu wewnętrznego. Wydłużenie

⁶ *Rynek gosudarstwiennych bumag*, Moskowskaja mežbankowskaja waliutnaja birża, <http://www.micex.ru>

⁷ Tamże.

⁸ Stosunek wydatków do dochodów był znacznie wyższy od 1 i wynosił średnio 1,52.

terminów spłat GKO rozpoczęło się w drugiej połowie 1996 r., co było spowodowane ograniczonym popytem ze strony posiadaczy, którzy w znacznej większości byli nierezydentami.

POLITYKA WŁADZ MONETARNYCH

W 1998 r. władze monetarne przyjęły nieco spóźnioną politykę zarządzania długiem publicznym próbując zmienić strukturę walutową zobowiązań i terminy ich spłat. W tym okresie Ministerstwo Finansów wprowadziło w życie szereg działań, które doprowadziły do znacznego obniżenia ilości GKO–OFZ w obrocie, m. in. poprzez zamianę GKO na euroobligacje. W rezultacie wartość wyemitowanych euroobligacji wzrosła z 4,56 mld USD pod koniec 1997 r. do 11,5 mld pod koniec drugiego kwartału 1998 r.

Do sierpnia 1998 r. prawdopodobieństwo zawieszenia przez państwo spłat zobowiązań z tytułu euroobligacji było niewielkie, ponieważ nowe emisje były jeszcze możliwe. Przeprowadzona w lipcu operacja swapowa na kwotę 4,4 mld dolarów dawała 20% zysk z euroobligacji. Aby zapobiec konieczności zawieszenia spłat zobowiązań państwa z tytułu długu zagranicznego, po dewaluacji rubla można było zrealizować ograniczoną dodatkową emisję euroobligacji o dochodowości 25–30%. Takie awaryjne działanie nie rozwiązałoby problemu refinansowania GKO, ale zapobiegłoby ogłoszeniu zawieszenia spłat. Państwo miałoby możliwość znalezienia innego wariantu wykupu tych papierów z uwzględnieniem interesów inwestorów na rynku⁹. Choć trudno ocenić postępowanie władz monetarnych wtedy, gdy kryzys już wybuchł, to można jednak powiedzieć, że określone kroki mogły być podjęte wcześniej. Najbardziej optymalny wariant to zamiana na korzystnych warunkach nie mniej niż połowy GKO–OFZ, będących w obrocie, na średnio- i długoterminowe euroobligacje. Taki wariant polityki zarządzania długiem był możliwy w 1997 r., ze względu na pomyślną dla Rosji koniunkturę na rynku światowym. Zwiększenie rosyjskich euroobligacji do 30 mld dolarów umożliwiłoby wycofanie z obrotu ok. 65% GKO do wiosny 1998 r. Zwiększyłyby się roczne wydatki z tytułu euroobligacji o 1,3 do 1,4 mld USD – począwszy od 1999 r., ale uniknięto by zawieszenia spłat zobowiązań zagranicznych. Polityczne skutki kryzysu także byłyby wtedy inne. Rosja miałaby znacznie więcej możliwości zaciągania nowych kredytów zagranicznych i obsługi długu zagranicznego, pomimo dewaluacji rubla i obniżenia standingu kredytowego kraju¹⁰.

⁹ A. Wawiłow, *Gosudarstwiennyj...*, s. 68.

¹⁰ G. JU. Trofimow, *Uprawlenie wniesznim dolgom i dienieżno-kreditnaja politika*, Moskwa 2001, s. 83.

Każda nowa emisja instrumentów finansowych zwiększa negatywny wpływ długu na gospodarkę, ale ta i tak była już słaba. Emisja euroobligacji wymagałaby jednak sprawnego zarządzania długiem i współdziałania z polityką fiskalną. Charakterystyczne jest to, że przyjęty 1,5 roku po kryzysie sierpniowym plan restrukturyzacji zadłużenia Rosji wobec Klubu Londyńskiego i zamiany go na euroobligacje długoterminowe zwiększył jego wartość o ponad 21 mld USD¹¹.

Przejęcie na euroobligacje, jako podstawowy instrument finansowania rynkowego długu publicznego, z jednej strony obniżyłoby koszty jego obsługi, z drugiej natomiast, co najważniejsze dla analizy przyczyn kryzysu zadłużeniowego, zamiana GKO na euroobligacje mogłaby szybko spowodować zmniejszenie wydatków na zobowiązania budżetu państwa, dzięki wydłużeniu średniego terminu spłat, pomimo wzrostu wartości płaconych odsetek, spowodowanego dewaluacją rubla. Trzeba przyznać, że gdyby władze uniknęły konieczności zawieszenia spłat zadłużenia z tytułu GKO, to szybko pogorszyłaby się polityczna i ekonomiczna sytuacja kraju, ale za to zmniejszyłaby się groźba wzrostu długu, pomimo nagromadzenia dodatkowych kosztów z tytułu płatności odsetek od euroobligacji¹².

Decyzje rządu od 17 sierpnia 1998 r., dotyczące zmian polityki kursowej, przy jednoczesnym ogłoszeniu zawieszenia spłat zadłużenia, praktycznie od wszystkich emisji GKO w obrocie, i moratorium na spłaty zadłużenia wobec systemu bankowego, oceniane są jako jeden z najgorszych możliwych wariantów działania. Groźba kryzysu finansów publicznych nie została usunięta, ale – z powodu niewypełniania zobowiązań wobec kredytodawców – przeszła w bardziej niebezpieczną i przewlekłą fazę, przez co Rosja straciła reputację solidnego pożyczkobiorcy, na którą pracowała przez pięć lat stosowania rynkowych instrumentów finansowania długu¹³.

Zawieszenie spłat zobowiązań było spowodowane krótkoterminowymi ograniczeniami budżetu, a w szczególności spłatą GKO w ciągu ostatnich czterech miesięcy 1998 r. Kwota spłat wynosiła 103 mld rubli, przy czym tylko na wrzesień i listopad przypadało 30 mld rubli miesięcznie. Takie wydatki znacznie przewyższały wpływy budżetowe i nie mogły być zrealizowane bez restrukturyzacji długu lub przejścia do jego inflacyjnego finansowania. Nakładało się na to jeszcze oczekiwanie szybkiego pogorszenia sytuacji obsługi zadłużenia zagranicznego w związku z prawie dwukrotnym zwiększeniem się rocznych płatności w 1999 r.

Z punktu widzenia ekonomicznego krótkoterminowe zmniejszenie napięcia w budżecie, łączącego się z obsługą długu, wiązało się więc z długoter-

¹¹ Tamże, s. 83.

¹² Tamże, s. 84.

¹³ A. Wawilow, *Gosudarstwiennyj...*, s. 69.

minowymi stratami dla gospodarki związanymi ze spadkiem międzynarodowego standingu kredytowego i utrudnieniami w dostępie do międzynarodowego rynku kapitałowego¹⁴.

PRIORYTETOWE TRAKTOWANIE ZADŁUŻENIA KRÓTKOTERMINOWEGO

Warto zwrócić uwagę, że krótkoterminowe zobowiązania odegrały znaczącą rolę nie tylko w rozwoju rosyjskiego kryzysu finansowego, ale także kryzysu w krajach azjatyckich i Ameryki Południowej. W latach dziewięćdziesiątych XX w. na międzynarodowych rynkach finansowych trwał boom, który w znacznym stopniu spowodowany był napływem gorącego pieniądza. Nie ma nic nadzwyczajnego w tym, że krótkoterminowe spekulacyjne przepływy kapitału szukały korzystnych, choć ryzykownych lokat. Jest to nieunikniony efekt uboczny globalizacji rynków finansowych. Znamienny jest fakt, że pożyczkobiorcy – zarówno państwa jak i podmioty prywatne – ciągle znajdowali się w tzw. pułapce krótkoterminowych zobowiązań, pomimo iż mieli świadomość wysokiego ryzyka dla systemu finansowego i braku zabezpieczenia przed zewnętrznymi szokami.

Możliwe wyjaśnienie tego zjawiska to krótkowzroczność zarządzania finansowego, które nie jest w stanie ocenić rozwoju sytuacji w perspektywie kilku kolejnych lat¹⁵. Zjawisko to można również wyjaśnić tym, że zadłużenie krótkoterminowe niejako zastępuje zobowiązania długoterminowe. Struktura czasowa zadłużenia jest ściśle powiązana z poziomem stawek procentowych, co wpływa przede wszystkim na ryzyko zawieszenia spłat zobowiązań państwa, jak i na wzrost inflacji, jeżeli dług jest denominowany w walucie krajowej. Wzrost krótkoterminowych zobowiązań powoduje wzrost ryzyka pogorszenia się sytuacji finansowej państwa z powodu możliwej konieczności natychmiastowej spłaty. Taka sytuacja powstaje przede wszystkim w efekcie niedostatecznej wielkości płynnych aktywów państwa na pokrycie wszystkich wewnętrznych zobowiązań krótkoterminowych, włączając w to nawet depozyty banków komercyjnych. Jest to sytuacja podobna do zmasowanej wypłaty oszczędności przez deponentów z banków. Zmniejsza się zabezpieczenie finansów państwa przed szokami zewnętrznymi, a w konsekwencji negatywnie odbija się to na możliwości spłat zobowiązań długoterminowych.

¹⁴ Tamże, s. 69.

¹⁵ Reputacja pierwszorzędnego pożyczkobiorcy powinna mieć wyższą wartość dla państwa, które dopiero wchodzi na międzynarodowy rynek finansowy.

Z tego powodu wykorzystanie długoterminowych papierów wartościowych, których dochodowość zawiera wysoką ocenę ryzyka, jest zbyt kosztowne dla państwa. Przy tym nie ma znaczenia, czy będzie ono w stanie zabezpieczyć spłatę zobowiązań w perspektywie długoterminowej, ważne jest natomiast, czy w krótkim okresie powstaje groźba zawieszenia spłat zobowiązań. W takiej sytuacji emisja drogich długoterminowych papierów wartościowych stawia pod znakiem zapytania możliwość ich spłaty w dłuższej perspektywie, co z kolei negatywnie odbija się na standingu finansowym w krótkim okresie. Z tego powodu w tzw. wschodzących gospodarkach nieunikniona jest dominacja zobowiązań krótkoterminowych w portfelu zadłużenia państwa. W pewnym stopniu ten mechanizm powiązań wyjaśnia niepowodzenia rosyjskiego Ministerstwa Finansów z zamianą krótkoterminowych spłat zobowiązań wewnętrznych na dłuższe¹⁶.

Ponadto należy wziąć pod uwagę nieefektywność działań władz monetarnych, które – dokonując wyboru struktury czasowej zobowiązań w perspektywie długoterminowej – porównują tylko wartość obsługi różnych wariantów, nie uwzględniając skutków wzrostu zobowiązań długoterminowych na zachowanie się inwestorów. Inaczej mówiąc, możliwości płatnicze państwa w dłuższym okresie wpływają na stosunek posiadaczy do krótkoterminowych papierów wartościowych.

Dominacja państwowego długu krótkoterminowego jest z reguły nieunikniona w gospodarkach dokonujących transformacji rynkowej z powodu znacznego ryzyka zawieszenia przez państwo spłat swoich zobowiązań i zagrożenia inflacją. Krótkoterminowe pożyczki są niezbędne, ale pod warunkiem przeprowadzenia radykalnej reformy podatkowo-budżetowej lub przejścia z systemu inflacyjnego na nieinflacyjny. Bez tego trudno jest uniknąć utraty zaufania do polityki państwa. Nie ma w tej sprawie jednoznacznej opinii wśród badaczy kryzysów finansowych.

Z jednej strony nagromadzenie długu krótkoterminowego w wielu krajach było katalizatorem kryzysów w latach 1997–1998. Na przykład w Korei Południowej, Indonezji czy Tajlandii najszybciej zwiększało się krótkoterminowe zobowiązanie sektora publicznego. Podobnie w Rosji, Brazylii i Meksyku wystąpił nadmiar krótkoterminowych zobowiązań.

Z drugiej strony nadmierne nagromadzenie długu krótkoterminowego traktowane jest jako efekt braku płynności aktywów kredytobiorcy państwowego, tzn. jest skutkiem, a nie przyczyną kryzysu. W przypadku Rosji przewaga krótkoterminowego zadłużenia byłaby więc bardziej skutkiem niż główną przyczyną kryzysu zadłużenia publicznego i finansów, bo stosunek zobowiązań krótkoterminowych do oficjalnych rezerw dewizowych nie dawał

¹⁶ A. Wawilow, *Gosudarstwiennyj...*, s. 70.

podstaw do przewidywania długoterminowego kryzysu finansowego. Wyciąga się więc z tego wniosek, że kryzys rosyjski był wyłącznie kryzysem walutowym¹⁷.

Jeśli jednak weźmiemy pod uwagę wartość GKO–OFZ na rynku wtórnym, to jej stosunek do wielkości rezerw, według oficjalnego kursu dolara, wynosił 0,82 na koniec 1995 r., 2,38 w 1996 r. i 2,56 w 1997 r.¹⁸ Wynika z tego, że znaczny wzrost omawianego wskaźnika nastąpił w 1996 r. i był związany ze zwiększaniem się rosyjskiego długu wewnętrznego a nie ze światowym kryzysem finansowym. Do końca pierwszego półrocza 1997 r. wskaźnik ten spadł do 1,86, ale nie przyczyniło się to do zmiany stosunku rezydentów, jak i nierezydentów do krótkoterminowych papierów wartościowych. W ten sposób efektywne możliwości refinansowania zobowiązań państwowych poprzez krótkoterminowe pożyczki były już w znacznym stopniu wyczerpane w pierwszym etapie kryzysu zadłużeniowego, tj. do końca 1996 r. Wyemitowanie po raz kolejny GKO–OFZ, uważanych przez państwo za koło ratunkowe, było już niemożliwe. Do rozpoczęcia kryzysu finansowego wysokość krótkoterminowych zobowiązań pozostawała na zbyt wysokim poziomie, aby przyciągnąć znaczące środki finansowe.

Skutecznym sposobem rozwiązania problemu braku zaufania i wprowadzenia na rynek długoterminowych zobowiązań jest emisja długoterminowych papierów wartościowych o stosunkowo wysokiej dochodowości w porównaniu z papierami krótkoterminowymi. Na wysokość oprocentowania papierów wpływa m. in. standing kredytowy kraju jako pożyczkobiorcy i zaufanie do władz państwowych. Jeżeli dochodowość długoterminowych papierów wartościowych jest obciążona małym ryzykiem zawieszenia spłat przez państwo w porównaniu z innymi zobowiązaniami, to wydłużenie się struktury czasowej zadłużenia jest stosunkowo łatwe, ponieważ nie wiąże się z nadzwyczajnym wzrostem kosztów obsługi długu. Takimi papierami wartościowymi w przypadku Rosji byłyby euroobligacje, a w szczególności przejście na nie jako podstawowy instrument zadłużenia, pozwalający obniżyć ryzyko krachu finansowego. Taka możliwość istniała od końca 1996 r., kiedy to zakończyły się negocjacje dotyczące restrukturyzacji zadłużenia zagranicznego, do wiosny 1998 r., kiedy drugi etap kryzysu zadłużeniowego był już nieunikniony. Oczywiście niezamierzonym efektem tego wariantu był wzrost wartości obsługi i spłata euroobligacji w warunkach szybkiej dewaluacji rubla, której skala byłaby jednak znacznie mniejsza, a to z tego powodu, że zamiana krótkoterminowych zobowiązań całkowicie lub w znacznym stopniu obniżyłaby zagrożenie kryzysem zadłużeniowym.

¹⁷ Por. S. W. Aleksaszenko, *Bitwa za rubl*, Izdatielstwo Alma Mater, Moskwa 1999, s. 152.

¹⁸ *Rynek gosudarstwiennych bumag...*

**POLITYKA BANKU CENTRALNEGO ROSJI
W ODNIESIENIU DO ZADŁUŻENIA PUBLICZNEGO**

Istotną rolę w nasileniu kryzysu rosyjskiego odegrała polityka władz monetarnych w latach 1997–1998¹⁹.

Po pierwsze, władze Banku Centralnego obawiały się nawet umiarkowanej dewaluacji, gdy tylko pojawiły się symptomy pogarszania się bilansu płatniczego. Po drugie, Bank Centralny skupiał i nadal skupia funkcje władz monetarnych, nadzoru bankowego, jak i funkcje regulacyjne. Troska o zapewnienie wypłacalności banków krajowych w okresie przedkryzysowym stała w sprzeczności z zadaniem minimalizacji skutków dewaluacji rubla dla gospodarki. Ten konflikt interesów pojawił się już pod koniec 1997 r., a szczególnie negatywnie wpłynął na zachowanie władz monetarnych w pełni kryzysu, latem 1998 r.²⁰ Warto zaznaczyć, że światowy kryzys finansowy spowodował realną groźbę utraty kontroli przez rosyjskie władze monetarne nad podstawowymi wskaźnikami makroekonomicznymi. W tej sytuacji Bank Centralny był zmuszony zmienić priorytety polityki pieniężno-kredytowej. W listopadzie 1997 r. ogłosił trzyletni program zakładający 15% granicę wahań kursu rubla w stosunku do dolara na poziomie 6,2 rb/USD. Rozszerzenie pasma wahań kursu dało Bankowi możliwość rezygnacji z ustalonego reżimu kursowego. Rozszerzenie granic wahań umożliwiło większy wpływ polityki kursowej na stan bilansu płatniczego. Pomimo formalnego osłabienia reżimu kursowego działalność BC aż do 17 sierpnia 1997 r. ukierunkowana była na utrzymywanie ustalonego kursu rubla (który tracił na wartości tylko 6–7% rocznie), o czym świadczą takie posunięcia jak podwyższenie stopy refinansowej, zwiększenie normy depozytów walutowych, rezygnacja z utrzymywania na rynku GKO–OFZ²¹.

Przed kryzysem władze monetarne miały wybór między dwoma skrajnymi metodami postępowania.

Chodzi tu, po pierwsze, o utrzymywanie rynku państwowych papierów wartościowych w przypadku ich sprzedaży przez inwestorów. Polityka ta powinna zapewnić stosunkowo niski poziom stopy procentowej, ale mogła być realizowana kosztem osłabienia polityki pieniężnej i dewaluacji waluty krajowej. Przewidując krótkotrwałość takiej sytuacji, podmioty rynku mogły zacząć pozbywać się papierów wartościowych, gdy tylko władza monetarna podwyższyłaby ich notowania. W takim przypadku Bank Centralny musiałby uważać, aby samemu nie spowodować ataku spekulacyjnego i zwiększyć wielkość pieniądza w obiegu²².

¹⁹ A. Wawiłow, *Gosudarstwiennyj...*, s. 72.

²⁰ S. W. Aleksaszenko, *Bitwa za rubl...*, s. 35.

²¹ G. Liapunowa, *Ministerstwo finansow tieriajet diwidendi*, „Komersant” 1999, nr 24, s. 1.

²² Tamże, s. 1.

Po drugie, można było utrzymywać niską cenę państwowych papierów wartościowych poprzez wykorzystanie wszystkich instrumentów polityki kursowej. Ten wariant mógłby spowodować zwiększenie oczekiwań dewaluacji rubla, a posiadacze instrumentów finansowych, denominowanych w walucie krajowej, zaczęliby działać według zasady „zmniejszania strat” i przewidując jeszcze większą dewaluację sprzedawaliby taniejące papiery wartościowe.

Po nieudanych próbach utrzymania rynku GKO-OZF jesienią 1997 r. Bank Centralny wprowadził w życie ten drugi wariant działania. Udało się na pewien czas zapobiec gwałtownemu wzrostowi popytu na walutę zagraniczną, co stworzyło pozory sukcesu podjętych działań ochronnych²³.

Oczekiwania napływu nowych środków na rynek GKO-OFZ w znacznym stopniu spełniły się dzięki liberalizacji rynku 1 stycznia 1998 r.

Warto zaznaczyć, że inne warianty antykrzysowych działań doprowadziłyby do poważnych strat gospodarczych. W przypadku „zmiękczenia” polityki na skutek odejścia od kursu sztywnego, powstałaby groźba wzrostu inflacji. Ponadto naruszona zostałaby stabilność makroekonomiczna i pogorszyłyby się możliwości obsługi długu zagranicznego. W obu przypadkach odczuwalne straty ponosiłby sektor bankowy, ponieważ miał on znaczący udział swoich zobowiązań w walucie zagranicznej i dość duży udział państwowych papierów wartościowych w swoich aktywach. Dewaluacja rubla zwiększyłaby rublowy ekwiwalent bankowych pasywów walutowych, a wzrost oprocentowania spowodowałby utratę wartości ich aktywów rublowych²⁴.

Polityka utrzymywania stałego oprocentowania była nieefektywna z tego powodu, że zwiększała groźbę ataku na rubla, na skutek zwiększania się nominalnej masy pieniądza w obiegu, i powodowała znaczne straty w systemie finansów państwowych i realnym sektorze gospodarki. Polityka podtrzymywania kursu walutowego kosztem wzrostu oprocentowania pozwalała na jakiś czas ograniczyć ataki spekulacyjne, ale nie zapobiegła sytuacji kryzysowej. Popyt na aktywa rublowe był podtrzymywany kosztem szybkiego zwiększania się wartości obsługi długu państwowego i naruszania wszystkich proporcji budżetowych, co stworzyło jeszcze bardziej niebezpieczną sytuację na rynkach finansowych. Groźba powtórzenia ataków spekulacyjnych tylko czasowo została oddalona, ponieważ każda nowa podwyżka stóp procentowych zwiększała wartość długu państwowego.

Biorąc pod uwagę nieuniknioną kryzys walutowego i dewaluacji rubla niezbędne było podjęcie kroków minimalizujących skutki kryzysu dla finansów państwa²⁵.

²³ Tamże, s. 2.

²⁴ MFW także wyrażał aprobatę dla wprowadzonej polityki usztywnienia podaży pieniądza, co odpowiadało standardom przeciwdziałania atakom spekulacyjnym.

²⁵ G. Liapunowa, *Ministerstwo finansów...*, s. 3.

Z jednej strony Bank Centralny był zainteresowany w realizacji zadań społeczno-politycznych, które miały priorytetowe znaczenie. Stabilność kursu wymiany miała na celu umiarkowaną dewaluację rubla. Z punktu widzenia krótkookresowych interesów szczególnie istotna była kontrola wahań kursu rubla do dolara i pozostawało to głównym zadaniem BC.

Z drugiej strony stabilność kursu była konieczna dla zapobieżenia kryzysowi systemu bankowego. Wzrost zobowiązań w walutach obcych, spowodowany nawet umiarkowaną dewaluacją, postawiłby wiele banków przed groźbą niewypłacalności. Dlatego też BC nie zdecydował się na takie posunięcie nawet wtedy, kiedy jeszcze można było w łagodnej formie zmienić reżim kursowy, przeprowadzając jednocześnie restrukturyzację długu wewnętrznego i zapobiec kryzysowi zadłużeniowemu. Przedsięwzięte na początku kryzysu próby utrzymania oprocentowania przy niezmienionej polityce walutowej doprowadziły tylko do utraty rezerw walutowych. W celu odparcia pierwszych „ataków” na rubla pod koniec 1997 r. i na początku 1998 r. BC zrezygnował z innych środków zapobieżenia kryzysowi walutowemu, z wyjątkiem podwyższania oprocentowania lokat rublowych. Polityka ta była zgodna ze standardami międzynarodowymi, ale nie uwzględniała dalszych skutków spekulacji walutowych i zwiększania się wydatków budżetowych z tytułu oprocentowania długu, co przyspieszyło moment zawieszenia spłat zobowiązań GKO²⁶.

Część nierezydentów gotowa była opuścić rosyjski rynek finansowy już po pojawieniu się pierwszych sygnałów zagrożenia, ignorując rosnącą dochodowość państwowych papierów wartościowych. Taki sposób postępowania przyjmują prawie na całym świecie inwestorzy, dokonując korekty swoich portfeli inwestycyjnych, zwłaszcza dotyczących krótkoterminowego inwestowania globalnego. Ci, którzy nie wycofali się do początku 1998 r. stworzyli groźbę samospełniających się ataków spekulacyjnych. Nieuchronność dewaluacji rubla zależała nie tyle od zmniejszenia się oficjalnych rezerw dewizowych, ile od sygnałów politycznych przynoszących subiektywne oceny możliwych posunięć rządu. Nawet maksymalna wartość rezerw, tj. 24 mld dolarów, osiągnięta na początku kryzysu w październiku 1997 r., nie wystarczyłaby do uniknięcia zmasowanych ataków spekulacyjnych. Dlatego atak nawet większości dużych podmiotów rynku powinien dać sygnał do szybkiej dewaluacji rubla, pomimo że miał on zabezpieczenie w postaci rezerw walutowych. To, w jakim stopniu kryzys w Rosji miałby charakter samospełniającej się prognozy, zależało od tego, w jaki sposób nierezydenci oceniają sygnały docierające z rządu²⁷.

²⁶ Tamże, s. 3.

²⁷ A. Wawilow, *Gosudarstwiennyj...*, s. 78.

Wzrost dochodowości państwowych papierów wartościowych trwający do końca 1997 r., a potem w maju 1998 r., nie został pozytywnie odebrany, a to ze względu na groźbę kryzysu walutowego. W sytuacji zmasowanego ataku spekulacyjnego wzrost stopy oprocentowania nie chronił rubla i oznaczał jedynie nasilenie dalszej groźby dewaluacji²⁸.

Zwiększenie oprocentowania w celu ochrony kursu waluty narodowej może zmniejszyć presję na dewaluację, kiedy ona realnie powstaje²⁹. Jednak w Rosji, oprócz szoków dla gospodarki i strat ponoszonych przez pożyczkodawców, taka polityka kursowa nie przynosiła prawie żadnych efektów. Dewaluacja rubla okazała się i tak nieunikniona, jeśli chciano zapobiec odpływowi „gorącego” pieniądza, uciekającego niezależnie od sytuacji makroekonomicznej.

Do pewnego momentu pozytywną rolę w stabilizacji rynku rosyjskiego mogło odegrać niezwiększanie oprocentowania i jakakolwiek informacja dotycząca rozmów z MFW i jego gotowości do natychmiastowej pomocy. Sam fakt, że Rosja może otrzymać pomoc na utrzymanie rezerw dewizowych sprzyjałby zmianie nastrojów i zachowania inwestorów. Władze monetarne jednak prawie przez trzy miesiące wierzyły w możliwość prowadzenia sztywnego reżimu kursowego. Pierwsza prośba o pomoc nastąpiła po tym, jak MFW dał kredyty innym krajom na łączną sumę ok. 40 mld dolarów.

Gdyby władze rosyjskie były konsekwentne w swoich działaniach, wystarczyłoby to, aby zapobiec kryzysowi na długo przed jego wybuchem.

Po pierwsze, polityka Banku Centralnego uzależniona była od potrzeb kredytowania budżetu. W ciągu 1997 r. wartość papierów wartościowych w portfelu BC zwiększyła się z 76 do 160 mld rubli, przy czym główną część stanowiły wkłady w GKO-OFZ. Ich udział w łącznych aktywach BC zwiększył się w 1997 r. z 26,6 do 47,6%. Realizując taką politykę BC pośrednio finansował deficyt budżetowy (w ok. 46%). Zmniejszenie reżimu wewnętrznego finansowania budżetu nie stwarzało groźby kryzysu w warunkach intensywnego napływu zagranicznych inwestycji, tj. do lata 1997 r.

Po drugie, Bank Centralny mógł bardziej efektywnie wykorzystać sprzyjający okres po wyborach prezydenckich w 1996 r. do zwiększenia rezerw walutowych. Wzrosły one w ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy 1997 r. tylko o 8,6 mld dolarów, tj. z 15,3 do 23,9 mld dolarów, czyli nieznacznie w porównaniu z bilansem płatniczym. Według niektórych opinii w pełni realne było zwiększenie rezerw do października 1997 r. do poziomu 29–30 mld dolarów, przy ciągłej sterylizacji napływu kapitałów kosztem zmniejszenia udziału GKO-OFZ w portfelu Banku Centralnego. Taka polityka zahamowałaby proces zmniejszania oprocentowania lokat rublowych, jednak po-

²⁸ Tamże.

²⁹ Tamże, s. 79.

zwolniłaby poprawić strukturę aktywów BC i zabezpieczyć masę pieniądza w obiegu w ok. 90%. Zwiększenie pakietu GKO–OFZ w aktywach w drugiej połowie 1997 r. do ok. 65% całości obligacji państwowych w obiegu, przy zmniejszających się rezerwach walutowych, stworzyło bezpośrednio przesłankę dla spekulacyjnych ataków na rubla³⁰.

SYSTEM BANKOWY A ZADŁUŻENIE PUBLICZNE

Najważniejszą przyczyną nasilenia się kryzysu była słabość rosyjskich instytucji finansowych. Z wielu przyczyn, w tym konieczności gromadzenia kapitałów na początku transformacji, wysokiej inflacji (1992–1995) i słabego rozwoju rynków finansowych, szczególnie banki miały dominującą pozycję w rosyjskim systemie finansowym aż do wybuchu kryzysu. Stworzony dla nich korzystny klimat i regulacje zabezpieczały je przed konkurencją na rynku GKO–OFZ praktycznie do końca 1996 r. Miały one dostęp do tańszych środków budżetowych, a od 1997 r. do niedrogich kredytów zagranicznych³¹.

W stabilnych warunkach dostęp systemu bankowego do tanich zagranicznych środków finansowych odgrywał pozytywną rolę. Możliwość zaciągania tanich i stosunkowo długich kredytów w walucie zagranicznej polepszyła sytuację bilansów banków, a w szczególności zmniejszyła różnicę w terminach pasywów i aktywów. Jednak otrzymane środki kierowane były na operacje spekulacyjne, a nie na długoterminowe projekty, a ponadto zabezpieczeniu pożyczek zagranicznych służyły papiery wartościowe, w tym przede wszystkim GKO–OFZ, co zwiększało możliwość powstania kryzysu bankowego na skutek załamania się rosyjskich rynków finansowych.

Ogólnie rzecz biorąc kryzysy zadłużenia państwowego i systemu bankowego były ze sobą ściśle powiązane. Państwowe papiery wartościowe były podstawą aktywów rublowych banków zabezpieczających ich płynność i wysoką dochodowość. Spadek notowań GKO–OFZ bezpośrednio odbił się więc na możliwościach płatniczych banków i spowodował panikę. Trudności płatnicze szybko spowodowały zmniejszenie możliwości refinansowania przez państwo swojego zadłużenia, ponieważ podstawowym kredytodawcą budżetu federalnego był właśnie rosyjski system bankowy. Podobna symbioza finansów państwowych i banków mogła funkcjonować dobrze w warunkach stabilnej polityki pieniężno-kredytowej, jednak okazała się zbyt narażona na szoki spowodowane za dużą mobilnością zagranicznego kapitału krótkoterminowego.

³⁰ Znany przypadek w Szwecji, która przeżyła ataki spekulacyjne jesienią 1992 r., kiedy krótkoterminowe stawki procentowe wzrosły do 500%. W Turcji w lutym 2001 r. stawki wzrosły do 5000–7000%.

³¹ A. Moszes, *Kreditnaja istoria*, „Maskowskije Nowosti” 2000, nr 46, s. 12.

Jak się okazało, współdziałanie bankowego systemu z systemem finansów państwowych negatywnie odbiło się na nich obu. Wiele banków uzyskiwało dobre wyniki dzięki obsłudze budżetu i rachunków organów państwowych. Ekspansja długu wewnętrznego w latach 1996–1997 następowała przy dominującym udziale banków, które były podstawowym podmiotem płynności finansowej dla budżetu. Sam system bankowy realizował ogromne dochody z powodu braku konkurencji zagranicznych instytucji finansowych i dzięki nadzwyczaj wysokiej wartości obsługiwanego przez siebie długu wewnętrznego. Obecność jawnych i niejawnych gwarancji dla systemu bankowego ze strony państwa pozwoliła mu ignorować ryzyko walutowe i kredytowe³². W rezultacie stworzony w Rosji system finansowy był nieodporny na wszelkie rodzaje ryzyka. Słaba dywersyfikacja i relatywnie nieduża liczba instytucji i podmiotów rynku systematycznie nasilała efekty związane z napływem „gorącego” pieniądza. Banki komercyjne w największym stopniu narażone były na szoki systemowe, takie jak ataki depozytariuszy i na efekty „domina”. Prawdopodobieństwo tych szoków było w Rosji stosunkowo wysokie z powodu braku zaufania depozytariuszy do systemu bankowego i słabych gwarancji dla nich ze strony państwa.

Pierwszy kryzys systemu bankowego, jeszcze w 1995 r., pokazał jego słabość, a przyjęte sposoby zwiększenia nadzoru i tzw. zapobiegawczego regulowania nie wpłynęły znacząco na zabezpieczenie systemu bankowego przed ryzykiem niewypłacalności. System ten nie był więc w stanie zapewnić inwestycji w sektorze realnym gospodarki. Większe banki wzięły aktywny udział w podziale własności przyjmując spekulacyjne, a nie strategiczne cele. W pewnej mierze okoliczności te zmniejszyły skutki kryzysu finansowego dla gospodarki i nie było pilnej konieczności podtrzymywania banków mających problemy po dewaluacji rubla w 1990–1999 r. i sanacji systemu wzajemnych rozliczeń między przedsiębiorstwami³³.

Stwarzając dogodne warunki krajowemu systemowi bankowemu Bank Centralny tworzył tym samym przesłanki kryzysu finansowego. Przykładem nieefektywnego zarządzania ryzykiem makroekonomicznym była polityka wprowadzania kapitału na wewnętrzny rynek finansowy. System gwarancji dla nierezydentów opierał się na kontraktach *forward* na waluty oferowane przez banki rosyjskie. Spadek kursu rubla spowodował straty tych banków pod koniec listopada w wysokości ok. 3,75 mld dolarów. Ten fakt oraz wzrost zobowiązań – „margin call”, będący rezultatem spadku notowań GKO, wymuszały potrzebę posłużenia się moratorium na spłatę zagranicznych zobowiązań³⁴.

³² Ochrona sfery bankowej przed zagraniczną konkurencją pozwoliła rosyjskim bankom zapewnić zyski, ale osłabiła położenie rosyjskiego systemu finansowego.

³³ Stały kurs rubla i stworzenie osobnej kategorii banków.

³⁴ G. JU. Trofimow, *1 prawnienije wniesznim dolgom...*, s. 34.

Zagraniczni inwestorzy nabywający GKO–OFZ mieli zagwarantowaną bardzo wysoką dochodowość w walutach obcych, a wiązało się to z dwoma czynnikami. Po pierwsze, z polityką granic wahań kursowych i oficjalnego kursu – chroniącego krótkoterminowe lokaty przed ryzykiem walutowym.

Po drugie, Bank Centralny jako kredytodawca ostatniej instancji, nieoficjalnie gwarantował poparcie podmiotom tych kontaktów w przypadku kryzysu płynności wielkich banków.

Inwestorzy mieli podstawy, aby wierzyć, że władze monetarne nie dopuszczą do bankructwa banków ze względu na negatywny wpływ, jaki miałyby to na sferę gospodarki realnej. Same banki poważnie podchodziły do możliwości realizacji kontraktów *forward* i dlatego zawierając je starały się zminimalizować ryzyko walutowe.

Jedną z przyczyn nieefektywności i braku zabezpieczeń przed ryzykiem systemu bankowego było, jak się wydaje, niedostateczne zrozumienie przez władze i strategów rosyjskich reform ekonomicznych ich wpływu na rozwój gospodarki. Widzieli w nim nie tylko środki na realizację płatności i rozrachunków, ale głównie mechanizm transformacji oszczędności w inwestycje oraz podstawę systemu prywatnej własności. Takie podejście do rozwoju systemu finansowego jest typowe, ale dla kraju o zamkniętym systemie gospodarczym, i zupełnie nie bierze pod uwagę obecnych realiów, w których punkt ciężkości pośrednictwa finansowego przemieścił się na światowe rynki finansowe³⁵.

MOŻLIWE SPOSOBY ROZWIĄZYWANIA KRYZYSU

Zmiana polityki obsługi zadłużenia w krótkoterminowych obligacjach państwowych była jednym z najważniejszych możliwych wariantów, ale jego realizacja była bliska zeru. Państwo uznając wszystkie długi w GKO odbudowałoby zaufanie inwestorów zewnętrznych i wewnętrznych. Pozwoliłoby to na wznowienie nieinflacyjnego finansowania budżetu. Po dewaluacji wartość krótkoterminowego długu w GKO, denominowanego w USD spadłaby do 15 mld, a długu wobec inwestorów zagranicznych do 5 mld dolarów. Z tego powodu koszty obsługi nie byłyby tak wysokie i mogłyby być pokryte z nawiązką, głównie dzięki korzyściom związanym z dostępem państwa do rynku kapitałowego.

³⁵ Tamże, s. 35.

Zarząd walutą (*currency board*)

Wariant wprowadzenia zarządu walutą (*currency board*) był w Rosji rozważany pod koniec 1998 r. Teoretycznie może prowadzić on do deflacji, ponieważ ilość pieniądza w obiegu jest ściśle związana z wielkością rezerw walutowych. Odpływ kapitału z kraju powinien więc zmniejszyć masę pieniądza na rynku wewnętrznym. Może w związku z tym wystąpić tzw. szok deflacyjny i spadek nie tylko cen, ale i produkcji.

Siła tego efektu zależy od elastyczności cen krajowych; jeżeli jest ona niewielka, to zmiana masy pieniądza w obiegu będzie miała istotny wpływ na zmianę wskaźników makroekonomicznych³⁶.

W systemie *currency board* władze monetarne nie mogą pełnić istotnej funkcji kredytodawcy ostatniej instancji, co znacznie zmniejsza możliwość zapobiegania kryzysowi bankowemu, tam gdzie system jest słaby. System ten może dobrze funkcjonować pod warunkiem, że uczestnicy rynku mają zaufanie do rządu i jego zdolności do likwidacji deficytu budżetowego.

Stabilizacja poziomu cen

Na rok 1999 przyjęto w Rosji założenie ograniczenia deficytu budżetowego do 1–2% PKB i rocznej inflacji do 30–40%. Powodzenie programu zależało od spłaty krótkoterminowego zadłużenia wewnętrznego i zagranicznego, ograniczającego prawie zupełnie możliwość dalszego finansowania budżetu nowymi pożyczkami. Ten wariant był mniej korzystny, a jednym z nieprzewidywalnych jego skutków był szybki spadek dochodów budżetowych. Z tego powodu przedsiębiorstwa i władze lokalne wstrzymywały płatności do budżetu federalnego, którego dochody wynoszące w lipcu 1998 r. (przed kryzysem) 21 mld rubli, ukształtowały się w styczniu 1999 r. na poziomie 20–30 mld rubli, czyli prawie dwukrotnie mniej, jeżeli uwzględni się dwukrotny wzrost cen od momentu wybuchu kryzysu.

Wydatki budżetu federalnego do momentu kryzysu wynosiły ok. 30 mld rubli miesięcznie, w tym 10 mld rubli na obsługę zadłużenia. Dla zapewnienia podstawowych wydatków (bez obsługi długu) na poprzednim realnym poziomie, na początku 1999 r. rząd powinien wydawać ok. 40 mld rubli, a dla zlikwidowania deficytu budżetowego zmniejszyć wydatki przynajmniej o jedną trzecią.

³⁶ W małych gospodarkach otwartych, jak Hongkong, Estonia, Litwa, Bułgaria, Bośnia gdzie udział obrotów handlowych z zagranicą w PKB jest powyżej 50%, ceny wewnętrzne są związane bardziej z cenami światowymi niż w średnich krajach, jak Argentyna, czy dużych jak Rosja.

Szybkie obniżenie wydatków przez rząd w dłuższym okresie nie było możliwe, tym bardziej że budżet na 1999 r. tego nie przewidywał. Założenia w projekcie budżetu, takie jak dochody na poziomie 12% PKB (do końca 1998 r. nie wpłynęło więcej niż 10% PKB), kurs 21,5 rubla za 1 dolara, tzn. ten sam, co na koniec 1998 r., były bardzo optymistyczne w stosunku do możliwości.

Dlatego cele makroekonomicznej polityki również okazały się sprzeczne, ponieważ z jednej strony było to ograniczenie inflacji i bardziej stabilny kurs rubla, z drugiej natomiast strony utrzymano wydatki państwa na poprzednim poziomie, przy obniżce dochodów i braku możliwości otrzymania nowych pożyczek.

Oprócz tego możliwości manewru w polityce stabilizacyjnej zmniejszyły się, gdyż kryzys sierpniowy spowodował jeszcze większą demonetyzację gospodarki rosyjskiej, tzn. obniżenie masy pieniądza w obiegu w stosunku do PKB. Nawet więc niewielki deficyt budżetowy finansowany poprzez dodatkową emisję pieniądza miał silniejsze skutki inflacyjne niż poprzedni³⁷.

Nie można powiedzieć, że wcześniejsze finansowanie deficytu było wysokie, ponieważ w okresie stabilizacji finansowej w latach 1995–1998 – stosunek masy pieniądza do PKB (M_2) wynosił 15% w porównaniu z 50–100% w krajach, w których nie było wysokiej inflacji w ostatnich latach. Do 1999 r. ilość pieniądza w obiegu przewyższała 400 mld rubli, a miesięczny PKB w ujęciu rocznym ok. 4 bln rubli, tzn. monetyzacja obniżyła się do 10%.

Jeszcze bardziej wymowne są dane o wielkości bazy monetarnej (MB) składającej się z gotówki w obrocie i rezerw banków komercyjnych w Banku Rosji, tj. ze wszystkich zobowiązań Banku Centralnego, które świadczą o tym, że ilość pieniądza w Rosji zmniejszyła się z 6–8% PKB przed kryzysem do 4% PKB na początku 1999 r. Jest to nawet mniej niż wielkość rezerw walutowych, przeliczonych na ruble według kursu płynnego, co świadczy o znacznym spadku zaufania do rządu i Banku Rosji³⁸.

Na początku listopada 1998 r., kiedy rozważano wprowadzenie *currency board*, nie było wątpliwości, co do zdolności gospodarki do przyjęcia rublowego ekwiwalentu rezerw dewizowych. Proponowano pożyczyć 15 mld dolarów, które miały powiększyć posiadane rezerwy (12,5 mld dolarów). Miało to zabezpieczyć podtrzymanie kursu rubla na poziomie 6 rubli za 1 dolara³⁹. Okazało się, że na rynku utrzymuje się tylko taki kurs rubla, który jest zabezpieczony rezerwami walutowymi na poziomie pokrywającym zobowiązania Banku Rosji (baza pieniądza), a więc nie 1 na 1, jak zakłada

³⁷ M. F. Montes, W. W. Popow, *Azijatskij wirus ili Gollandskaja bolieźń?*, [w:] *Tieoria i istoria waliutnych krizisow w Rossji i drugih stranach*, Moskwa 1999, s. 77.

³⁸ 11,6 mld USD (267 mld rubli).

³⁹ $(12,5 + 15) \times 6 = 165$.

currency board, tylko ok. 30% więcej. Nadwyżka 30% oznacza faktycznie, że jeśli na początku 1999 r. wprowadzono by kurs na poziomie 17–18 rubli za dolara, tj. wynikający z relacji bazy monetarnej do rezerw walutowych, to bezpośrednim rezultatem byłaby powszechna wymiana rubla na dolary, w rezultacie której jeszcze bardziej zmniejszyłaby się masa pieniądza w obiegu⁴⁰.

Nowy program stabilizacyjny

Inflacyjne pompowanie pieniędzy do obrotu nie jest z pozoru szkodliwe i może się stać punktem wyjścia nowego programu stabilizacji makroekonomicznej, ale tylko w określonych warunkach. Jeżeli inflacja przewyższa 40% (tak jak w 1998–1999 r.) to nie jest ważne o ile punktów procentowych wzrośnie w latach następnych, ponieważ negatywne skutki dla wzrostu gospodarczego są takie same. Rząd miał szansę rozliczyć wszystkie długi związane z wynagrodzeniami (mniej niż 15 mld rubli, czyli 7% wielkości masy pieniądza na początku 1999 r.). Gdyby nie zaprzepaścił tej szansy, to rok 2000 mógłby zacząć się bez zadłużenia i rozpoczęto by nowy program stabilizacji makroekonomicznej.

Z politycznego punktu widzenia dogodnym momentem dla wprowadzenia takiego programu był grudzień 1999 r.⁴¹ Pierwszeństwo w takim manewrze miała nowa makroekonomiczna stabilizacja bez zadłużenia, co w przyszłości miało stworzyć bazę dla wzrostu gospodarczego. Jednak z powodu nowych planów politycznych program stabilizacji okazał się niewykonalny aż do wyborów prezydenckich w 2000 r.

WZROST GOSPODARCZY PO KRYZYSIE

Dewaluacja rubla (28,1 rb./1 USD w 2000 r., 29,2 w 2001 i 31,3 w 2002 r.) doprowadziła do zmian warunków prowadzenia wymiany handlowej z zagranicą, a przede wszystkim do wzrostu dochodów z eksportu denominowanych w rublach, na co nałożył się również szybki wzrost cen nośników energii w latach 1999–2002 (26,5 USD/baryłkę w 2000 r., 22,9 w 2001, 23,7 w 2002 r.)⁴². W rezultacie wzrósł udział eksportu towarowego w PKB. W tym przypadku znaczącą rolę odegrało kilka czynników.

Po pierwsze, obniżył się eksport towarów z 88,5 mld USD w 1997 r. do 74,8 mld USD w 1999 r., tzn. o 15,5%. W 2000 r. eksport wzrósł do

⁴⁰ M. F. Montes, W. W. Popow, *Azijatskij wirus...*, s. 80.

⁴¹ Termin wyborów parlamentarnych i sześć miesięcy do wyborów prezydenckich w 2000 r.

⁴² IMF Information Notices (PIN) No 03/99, May 9, 2003.

102 mld dolarów (wzrost o 34%), w 2001 do 106 i w 2002 r. do 118 mld USD. Było to związane z tym, że okres stosunkowo niskich cen nośników energii i rudy metali był znacznie dłuższy w 1999 r. niż w 1997 r.

Po drugie, nastąpił spadek PKB w ujęciu dolarowym z 436 mld w 1997 r. do 173,2 mld w 1999 r. z powodu spadku kursu rubla.

W analizowanym okresie doszło do spadku importu, z 73 mld dolarów w 1997 r. do 39,5 mld dolarów w 1999 r. i 45 mld w 2000 r. Spadek dotyczył szczególnie towarów charakteryzujących się wysoką elastycznością cenową popytu. Zwiększył się udział importu z krajów WNP z 25% w 1998 r. do ponad 30% w 1999 r. Importowane bowiem z tych krajów towary mają bardzo niską elastyczność cenową popytu w porównaniu z towarami importowanymi z innych krajów. Wzrost kursu dolara poprawił sytuację eksporterów, którzy mogli konkurować również na rynku wewnętrznym z importerami. Jednak z powodu spadku realnych dochodów ludności spadł popyt konsumpcyjny i producenci krajowi, podobnie jak importerzy, zanotowali spadek sprzedaży. Spadek importu w pierwszym roku po wybuchu kryzysu był skompensowany jego wzrostem w 2000 r. i w latach następnych (54 mld USD w 2001 i 61 w 2002 r.), co wiązało się ze wzrostem realnego kursu rubla, a także ze wzrostem realnego PKB (9,0% w 2000 r., 5,0% w 2001 i 4,3% w 2002 r. średniorocznie)⁴³.

Negatywną stroną dewaluacji rubla był realny spadek oszczędności gospodarstw domowych szacowany (obniżeniem wartości aktywów społeczeństwa) na 13–17%.

Ze społeczno-politycznego punktu widzenia spadek dochodów realnych społeczeństwa był najbardziej dotkliwy. Faktycznie społeczeństwo rosyjskie odczuło skutki kryzysu nie tylko z powodu spadku cen światowych na nośniki energii w 1998 r., ale również z powodu kłopotów rządu z finansowaniem wydatków budżetowych od 1996 r. Dewaluacja rubla i kryzys zadłużeniowy odzwierciedlały zły stan rosyjskiego systemu finansowego.

Effekt zamiany towarów importowanych przez krajową produkcję był większy niż tego oczekiwano po kryzysie sierpniowym. Przedsiębiorstwa w wielu gałęziach były w dostatecznym stopniu podatne na sygnały cenowe płynące z rynku i zdołały wykorzystać pojawiające się nisze rynkowe.

Przy nieznacznych zmianach proporcji cenowych na korzyść krajowych producentów zagraniczni konkurenci zazwyczaj nie wycofują się z rynku, nawet jeśli czasowo ponoszą straty. Dewaluacja rubla w 1998 r. była znaczna i dlatego nie dała szans wielu konkurentom zagranicznym na utrzymanie się na rosyjskim rynku⁴⁴.

⁴³ IMF Information Notices (PIN) No 03/59, May 9, 2003.

⁴⁴ M. F. Montes, W. W. Popow, *Azijański wirus...*, s. 78.

Obniżenie realnego kursu po kryzysie stworzyło podstawy długoterminowego wzrostu PKB. Spadek kursu zazwyczaj przynosi krótkotrwałą poprawę pozycji handlowej eksporterom, co pozwala na zwiększenie produkcji, ale nie umożliwia dalszego wzrostu PKB. Doświadczenia wielu krajów pokazują, że nie udało się osiągnąć istotnego wzrostu gospodarczego tylko poprzez osłabienie waluty krajowej.

Obok zamiany towarów importowanych, polepszeniu koniunktury gospodarczej w latach 1999–2000 sprzyjał wzrost cen surowców i innych nośników energii na światowych rynkach. Dzięki temu wzrosły dochody Rosji z eksportu, a także wpływy podatkowe. Na wzrost produkcji wpłynęły również relatywnie małe straty produkcyjne w sektorach objętych cenami regulowanymi. Ponadto istotną rolę odegrało obniżenie faktycznego zadłużenia jako rezultat zawieszenia przez państwo spłat długu zagranicznego i restrukturyzacji części spłat w stosunku do zobowiązań podstawowych Rosji.

Nie można jednak przeceniać roli ww. czynników. Umożliwiały one wzrost produkcji w latach 1999–2002 głównie jako efekt kompensacji jej spadku w okresie kryzysu. W 1998 r. wynosił on 4,6%, w 1999 r. 3,2%. Przy wzroście produkcji o 7,5% w 2000 r. wzrost PKB w porównaniu z 1997 r. wyniósł tylko 6% i odpowiednio 2% średniorocznie w latach 1998–2000, co nie jest wskaźnikiem znaczącym, jeżeli uwzględni się nadzwyczaj korzystną sytuację gospodarczą po kryzysie.

Przy znacznym wzroście cen światowych udało się powstrzymać wzrost cen wewnętrznych m. in. poprzez ich administracyjne regulowanie. Dało to jednak efekt chwilowy, ponieważ subsydiowaniem objęty był przemysł przetwórczy kosztem sektora surowcowego.

Od 2000 r. wzrastał import towarów, które w poprzednich latach wypadły z rynku, a także następował wzrost dochodów i inwestycji. Innymi słowy wzrost produkcji wywołany dewaluacją rubla dał impuls do zwiększenia realnych dochodów społeczeństwa i powiększenia kapitału zakładowego. Od 2000 r. dał się zaobserwować znaczny wzrost realnych dochodów społeczeństwa, popytu konsumpcyjnego, handlu detalicznego⁴⁵.

Wzrost popytu nie mógł jednak w dłuższym okresie stymulować wzrostu produkcji. Wzrost dochodów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw przy relatywnie stabilnym kursie rubla doprowadził do wzrostu importu i pogorszenia bilansu handlowego. Oprócz tego wraz z pojawieniem się tendencji inflacyjnych, spowodowanych m. in. wzrostem popytu, nastąpiła dalsza emisja rubla i obniżenie tempa wzrostu produkcji, zmieniając korzystne tendencje występujące w roku 2000⁴⁶.

⁴⁵ W 1997 r. wzrost tych wskaźników wynosił 6,3% dochodów realnych i 1,4% handlu detalicznego.

⁴⁶ M. F. Montes, W. W. Popow, *Azijatskij wirus...*, s. 17.

Jak z tego wynika, fundamentem długotrwałego wzrostu gospodarczego nie jest zwiększenie popytu konsumpcyjnego ale inwestycji w podstawowych sektorach gospodarki. W Rosji dały się zauważyć pozytywne przesunięcia w alokacji środków. Wielkość inwestycji w kapitał zakładowy w 1998 r. spadła o 12%, a w 1999 r. zwiększyła się o 5,3%.

Biorąc pod uwagę położenie rosyjskich instytucji finansowych, a przede wszystkim sektora bankowego, środki własne przedsiębiorstw jeszcze przez kilka lat będą podstawowym źródłem finansowania projektów inwestycyjnych. Poprawa stanu finansów przedsiębiorstw bardzo silnie powiązana jest z poprawą finansów państwa. Ten związek w szczególności widać w znacznym obniżeniu udziału transakcji barterowych i surogat pieniężnych w budżecie i w przedsiębiorstwach. Było to konsekwencją polepszenia dyscypliny podatkowej (wzrost dochodów budżetu z 13,3% PKB w 1999 r. do 15,4% w 2000 r., 17,6 w 2001 i 17,1% w 2002 r.)⁴⁷.

Dalsze ożywienie w dziedzinie inwestycji stymulowało wzrost produkcji i dochodów małych przedsiębiorstw, co wywoływało wzrost popytu na towary inwestycyjne. Było to możliwe w warunkach lepszego klimatu inwestycyjnego w latach 2001–2002. Niestety, rynkowe mechanizmy w Rosji nie są jeszcze na tyle rozwinięte, żeby mechanizmy akceleracji inwestycji i multiplikacji dochodów mogły podtrzymać wzrost gospodarczy. Ważna rola zapewnienia rozwoju na danym etapie należy do państwa. Z makroekonomicznego punktu widzenia podstawowym jego zadaniem jest zapobieżenie zbyt szybkiemu wzrostowi realnego kursu rubla, który rozpoczął się w 1999 r. Problemem jest, przy korzystnym rozwoju wydarzeń, ponowna dolaryzacja gospodarki i napływ kapitału. Z jednej strony procesy te odzwierciedlają poprawę tendencji w rozwoju gospodarczym, a z drugiej masowa konwersja zasobów walutowych na ruble naruszyć może proporcje w bilansie płatniczym i zbyt szybko wzmocnić walutę krajową.

Najważniejszym problemem jest słabość opisanego mechanizmu w latach 1999–2000. Dopóki głównej roli we wzroście produkcji nie będzie odgrywało wspieranie konkurencyjności przedsiębiorstw krajowych, a optymistyczne oczekiwania zarządzających, to może szybko dojść, przy zmianie czynników zewnętrznych, do pogorszenia zadłużenia zagranicznego kraju.

⁴⁷ IMF Information Notices (PIN) No 03/59, May 9, 2003.

Bogdan Buczkowski

THE RUSSIAN FINANCIAL CRISIS AND POLICY RESPONSES

In August 1998, Russia became the center of the financial crisis afflicting emerging markets. It had been subject to recurrent financial market pressures since the intensification of the Asian crisis in October 1997. These pressures were attributable to a combination of serious remaining weaknesses in economic fundamentals, especially in the fiscal area, unfavorable developments in the external environment and the country's vulnerability to changes in market sentiment arising from the financing of the balance of payments and the budget through short-term treasury bills and bonds placed in international markets. A number of shortcomings in economic reform have set the context. In addition to incomplete reforms in the structural area, chronic fiscal imbalances and poorly functioning tax and expenditure management systems have continued to major problems.

The retreat of investors from emerging markets compounded the fiscal problem. The decline of confidence in the authorities' ability to bring the fiscal situation under control and to roll over the treasury bills that had not been swapped into Eurobonds was the main immediate cause of the August 1998 crisis.

The other measures were aimed at supporting the new exchange rate policy, easing the budget's cash-flow situation, and protecting the banking sector.