

KRYZYS FINANSOWY W AZJI W 1997 R. – PRZYCZYNY, MECHANIZMY, KONSEKWENCJE

DOI: 10.26399/meip.4B(79).2023.36/p.stolarczyk

WPROWADZENIE

Kryzysy finansowe stanowią nieodłączny element historii gospodarczej świata, a ich wpływ na globalną ekonomię bywa często długotrwały i dotkliwy. Jednym z najbardziej znaczących i szeroko komentowanych kryzysów był kryzys azjatycki z 1997 r., który rozpoczął się w Tajlandii, a następnie rozprzestrzenił się na inne kraje regionu, wywołując poważne konsekwencje gospodarcze i społeczne.

Niniejszy artykuł ma na celu analizę przyczyn, mechanizmów oraz konsekwencji kryzysu finansowego w Azji w 1997 r. W artykule omówione zostaną główne teorie dotyczące kryzysów finansowych, specyfika sytuacji ekonomicznej w krajach azjatyckich przed kryzysem, a także czynniki wewnętrzne i zewnętrzne, które przyczyniły się do jego wybuchu i rozprzestrzenienia. Ponadto przeanalizowane zostaną skutki kryzysu dla poszczególnych krajów regionu oraz podjęte próby naprawy sytuacji gospodarczej.

Struktura artykułu obejmuje następujące zagadnienia: w pierwszej kolejności omówione zostanie teoretyczne ujęcie kryzysów finansowych, które przybliży definicję, rodzaje oraz główne teorie dotyczące tego zjawiska. Następnie przeanalizowana zostanie sytuacja ekonomiczna w Azji przed wybuchem kryzysu, a w szczególności kluczowe wskaźniki makroekonomiczne oraz charakterystyka systemów finansowych w krajach regionu. Kolejnym krokiem będzie identyfikacja przyczyn i mechanizmów kryzysu, czyli analiza czynników wewnętrznych i zewnętrznych, które doprowadziły do jego wybuchu oraz mechanizmów jego rozprzestrzeniania się. W dalszej części artykułu

* Uczelnia Łazarskiego w Warszawie, e-mail: piotrstolarczyk@o2.pl, ORCID: 0000-0001-8225-1417.

omówione zostaną konsekwencje kryzysu, zarówno gospodarcze, jak i społeczne, dla poszczególnych krajów azjatyckich.

KRYZYSY FINANSOWE. UJĘCIE TEORETYCZNE

Kryzysy finansowe można podzielić na trzy grupy: kryzysy walutowe, bankowe i zadłużenia zagranicznego. Kryzys walutowy można zdefiniować jako znaczną nominalną dewaluację lub deprecjację waluty. Kryzys bankowy odnosi się do sytuacji, w której banki zawieszają spłatę swoich zobowiązań. Kryzys zadłużenia zagranicznego odnosi się do sytuacji, w której kraj nie jest w stanie obsługiwać swojego zadłużenia zagranicznego.

W większości przykładów kryzysów finansowych elementy wszystkich trzech wymienionych kategorii mogą występować jednocześnie. Na przykład, tak jest w przypadku kryzysu azjatyckiego w 1997 r. i meksykańskiego w latach 1994–1995. Dodatkowo, jeden rodzaj kryzysu może prowadzić do innego. W Turcji i Wenezueli w połowie lat 90. kryzys bankowy poprzedzał walutowy. Kryzys zadłużenia nastąpił po problemach bankowych w Argentynie i Chile w latach 1981–1982. Odwrotna sytuacja miała miejsce w Kolumbii, Meksyku, Peru i Urugwaju w 1982 r., kiedy wycofanie finansowania zewnętrznego spowodowało kryzys bankowy. W przypadku kryzysu azjatyckiego, który jest przedmiotem analizy niniejszego artykułu, kryzys walutowy, który rozpoczął się w Tajlandii w 1997 r., poprzedził kryzys bankowy i zadłużenia, czego przykładem jest Indonezja.

Istnieje kilka teorii wyjaśniających przyczyny kryzysu finansowego. W modelach kryzysu „pierwszej generacji” podkreślano rolę fundamentów ekonomicznych jako jego przyczynę. Kryzys finansowy jest wynikiem polityki gospodarczej, w której utrzymywany jest wysoki poziom deficytu fiskalnego przy sztywnym kursie walutowym¹. Taka sytuacja może być utrzymywana w kraju jedynie do momentu, gdy bank centralny ma wystarczająco duże rezerwy walutowe, aby bronić sztywnego kursu walutowego. Jeśli rezerwy banku centralnego spadną do poziomu niewystarczającego do obrony lokalnego pieniądza, rozpoczną się ataki spekulacyjne, prowadzące do dewaluacji lub deprecjacji waluty krajowej. Pytanie brzmi, jak daleko bank centralny jest gotowy wyczerpać rezerwy, aby bronić sztywnego systemu waluty krajowej²? Przegląd literatury przedmiotu pokazuje, że rezerwy walutowe można swobodnie pożyczać ze światowego rynku kapitałowego³. Buiter twierdzi, że pożyczanie pieniędzy z rynku światowego

¹ P. Krugman, *What happened to Asia?*, 1998, <https://www.bresserpereira.org.br/terceiros/cursos/Krugman-WhatHappenToAsia.pdf> [dostęp: 05.06.2023].

² P. Krugman, *What happened to Asia?*, *op. cit.*

³ Zob. np. M. Obstfeld, *Rational and self fulfilling balance of payments crises*, „American Economic Review” 1986, nr 76(1), s. 72–81.

w celu uzupełnienia rezerw walutowych banku centralnego może opóźnić załamanie reżimu sztywnego kursu walutowego⁴. W tym modelu ważne są dwa elementy: oczekiwania inwestorów co do nieuniknionego załamania waluty z jednoczesnym spadkiem rezerw do poziomu krytycznego. Transfer zasobów realnych od rządu można postrzegać jako cenę, jaką władze muszą zapłacić za prowadzenie niespójnej polityki sztywnego kursu przy utrzymywaniu wysokiego deficytu fiskalnego. Modele pierwszej generacji wskazują na rosnący deficyt fiskalny, wysoką inflację, przewartościowane realne kursy walutowe, duże deficyty na rachunku obrotów bieżących, gwałtowne spadki rezerw i rosnące krajowe stopy procentowe jako czynniki poprzedzające wystąpienie kryzysu. Jednym z wniosków płynących z analizy modelu jest to, że skutek niespójnej polityki makroekonomicznej można przewidzieć.

W modelach „drugiej generacji”, w przeciwieństwie do modeli „pierwszej generacji”, rząd wybiera, czy bronić sztywnego kursu walutowego czy nie⁵. Kompromis polega na krótkoterminowej elastyczności prowadzenia polityki i długoterminowej wiarygodności kraju. Rząd ma wiele celów. Z jednej strony może chcieć promować stabilność cen, co można osiągnąć poprzez wprowadzenie reżimu stałego kursu walutowego, z drugiej strony może chcieć np. obniżyć stopę bezrobocia lub wspierać krótkoterminowy wzrost gospodarczy przy elastycznym kursie walutowym. Rząd może obliczyć koszt utrzymania reżimu stałego kursu walutowego w zestawieniu z płynnym. Jednym z problemów, przed którymi stoi rząd, jest fakt, że te obliczenia kosztów polityki kursowej są zakłócanie przez losowe wstrząsy w gospodarce. Logika kryzysu wynika z faktu, że obrona parytetu jest droższa, jeśli rynek uważa, że obrona się nie powiedzie. W rezultacie może rozpocząć się atak spekulacyjny na walutę. Jeśli koszt obrony kursu walutowego prawdopodobnie wzrośnie, a uczestnicy rynku oczekują, że kurs zostanie porzucony, wówczas rynek walutowy może podlegać samospełniającym się oczekiwaniom. Jeśli inwestorzy oczekują, że pomimo zdrowej gospodarki rząd porzuci kurs walutowy w sytuacji dużych ataków spekulacyjnych, to w oparciu o te przekonania zachowanie inwestorów może prowadzić do załamania waluty. Nawet inwestorzy, którzy nie zamierzają wycofywać swoich pieniędzy z kraju opisywanego jako zdrowa gospodarka, są bardziej skłonni do tego w sytuacji, gdy inni inwestorzy wycofują z niego swoje fundusze. Ich działania opierają się na spekulacjach, że rząd zostanie zmuszony do porzucenia kursu walutowego. W oparciu o przekonania o przyszłych zakłóceniach walutowych i rosnącym ryzyku strat z dewaluacji, może się okazać, iż krytyczna masa inwestorów sprzeda lokalną walutę i istotnie podniesie prawdopodobieństwo kryzysu walutowego. Według Massona udział długu zagranicznego w zadłużeniu ogółem danego

⁴ W.H. Buiter, *A “Gold standard” isn’t viable unless supported by sufficiently flexible monetary and fiscal policy*, „NBER Working Paper” 1986, nr 1903.

⁵ M. Obstfeld, *Rational and self fulfilling balance...*, *op. cit.*, s. 72–81.

kraju odgrywa krytyczną rolę w powstaniu kryzysu⁶. Wniosek z analizy jest taki, że kryzys występuje niezależnie od fundamentów gospodarki, ale wyższy zasób rezerw, zły stan makroekonomiczny kraju, niższy koszt finansowania zewnętrznego wymaga od ataków spekulacyjnych większej siły. Kryzysu również nie da się przewidzieć, jak to miało miejsce w modelach „pierwszej generacji”. Modele „trzeciej generacji” koncentrują się na zjawisku *moral hazard* w sytuacji występowania gwarancji rządowych udzielanych sektorowi finansowemu, który czerpie korzyści z boomu inwestycyjnego i kredytowego⁷. W modelach tzw. runu na bank Diamonda-Dybviga nacisk kładzie się na kruchość systemu finansowego. Główne implikacje tych modeli koncentrują się na masowym odpływie funduszy z gospodarki, wynikającym z paniki. Sektor finansowy jest wrażliwy, a jego kondycja w dużym stopniu zależy od wycofywania kapitału⁸. Sektor, bazując na krótkim pieniądzu, udziela długoterminowych pożyczek, co ma znaczący wpływ na płynność i wypłacalność systemu.

Oddzielne wyjaśnienie kryzysu koncentruje się na „efektach zarażania”, gdzie kryzys w jednym kraju powoduje kryzys w innym w sytuacji gospodarek z powiązaniami handlowymi i finansowymi. Kryzys w jednym kraju może rozprzestrzenić się na inny, jeśli istnieją pewne podobieństwa w warunkach makroekonomicznych lub kraje są gospodarczo (na przykład finansowo lub pod względem wzajemnego handlu) zależne⁹. Jeśli kraje są ściśle powiązane poprzez handel, wówczas dewaluacja waluty w jednym kraju może prowadzić do tego samego efektu w innym kraju, który zostanie zmuszony do dewaluacji, aby utrzymać konkurencyjność cenową¹⁰.

Goldfajn i Valdez wskazują na współzależności w portfelach inwestorów, które mogą prowadzić do efektu zarażenia. Brak płynności aktywów na jednym rynku (kraj A) może zmusić inwestorów do sprzedaży aktywów na innym rynku (kraj B) w celu utrzymania płynności¹¹. Wycofanie funduszy przez inwestorów prowadzi do efektu zarażenia. Analiza Eichengreena, Rose i Wyplosza, a także Glicka i Rose dostarcza dowodów na to, że efekty zarażenia mogą być przyczynami kryzysu. Warunki zewnętrzne mogą mieć wpływ na wewnętrzną sytuację krajów i być jedną z przyczyn kryzysu. Duże przesunięcia

⁶ P.R. Masson, *Contagion: Monsoonal effects, spillovers, and jumps between multiple equilibria*, „IMF” 1998, nr 98/142, s. 1–32.

⁷ P. Krugman, *What happened to Asia?*, 1998, <https://www.bresserpereira.org.br/terceiros/cursos/Krugman-WhatHappenToAsia.pdf> [dostęp: 05.06.2023].

⁸ D.W. Diamond, P.H. Dybvig, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, „Journal of Political Economy” 1983, nr 91 (3), s. 401–419.

⁹ J. Aziz, F. Caramazza, R. Salgado, *Currency Crisis: In Search of Common Elements*, „IMF” 2000, nr 67, s. 2–55.

¹⁰ W. Berger, H. Wagner, *Spreading Currency Crisis: The role of Economic Interdependence*, „IMF” 2002, nr 144, s. 2–20.

¹¹ I. Goldfajn I., R.O. Valdés, *Are currency crises predictable?*, „IMF” 1997, nr 97/159.

handlowe i zmiany stóp procentowych na całym świecie mogą wpływać na znaczną liczbę gospodarek jednocześnie. Zmiana cen dóbr eksportowych wpływa na zdolność firm handlowych do obsługi długu, co może skutkować jakością portfeli kredytowych banków. Zmianom stóp procentowych towarzyszą duże przepływy kapitału na całym świecie. Ich wzrost pogarsza problem selekcji negatywnej i pokusy nadużycia, które mogą stanowić przyczyny kryzysu¹².

Aziz, Caramazza i Salgado przeanalizowali liczbę kryzysów, aby zidentyfikować ich wspólne cechy¹³. Wymieniają powody, które poprzedzały rozpatrywane kryzysy. W większości analizowanych przypadków, przed kryzysem, gospodarka była przegrzana, inflacja – stosunkowo wysoka, waluta – przewartościowana, polityka monetarna – opisywana jako znacząco ekspansywna, z silnym wzrostem kredytu krajowego. Rosła wrażliwość finansowa, zobowiązania sektora bankowego wzrosły powyżej poziomu, na którym mogłyby zostać pokryte rezerwami walutowymi. W niektórych przypadkach zmiany zewnętrzne, takie jak wzrost światowej realnej stopy procentowej i pogorszenie się warunków handlu, wpływały na wrażliwość gospodarki.

SYTUACJA EKONOMICZNA REGIONU PRZED KRYZYSEM

Bazując na omówionych modelach teoretycznych oraz analizie sytuacji makroekonomicznej spróbujmy odpowiedzieć na pytanie, dlaczego kryzys finansowy miał miejsce w Azji.

W latach 90. XX w. w większości krajów Azji Wschodniej obserwowaliśmy wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Najwyższe stopy wzrostu odnotowano w latach 1994 i 1995 r. (tabela 1). Spowolnienie rozpoczęło się w 1996 r. przy stabilnej sytuacji na rynku pracy.

ASEAN był jednym z najszybciej rozwijających się regionów na świecie. W latach 1970–1995 PKB krajów ASEAN rosło średnio w tempie 6,6% rocznie. Wysoka dynamika wzrostu utrzymywała się w obliczu poważnych zmian w gospodarce światowej, w tym załamania systemu z Bretton Woods i globalnej recesji na początku lat 80. i na początku lat 90.

¹² F.S. Mishkin, *Understanding financial crises: A developing country perspective*, „NBER Working Paper” 1996, nr 5600, s. 1–65.

¹³ J. Aziz, F. Caramazza, R. Salgado, *Currency Crisis: In Search of Common Elements*, „IMF” 2000, WP/00/67, s. 2–55.

Tabela 1.
Stopy wzrostu PKB dla krajów azjatyckich (1991–1996, przedstawione w %)

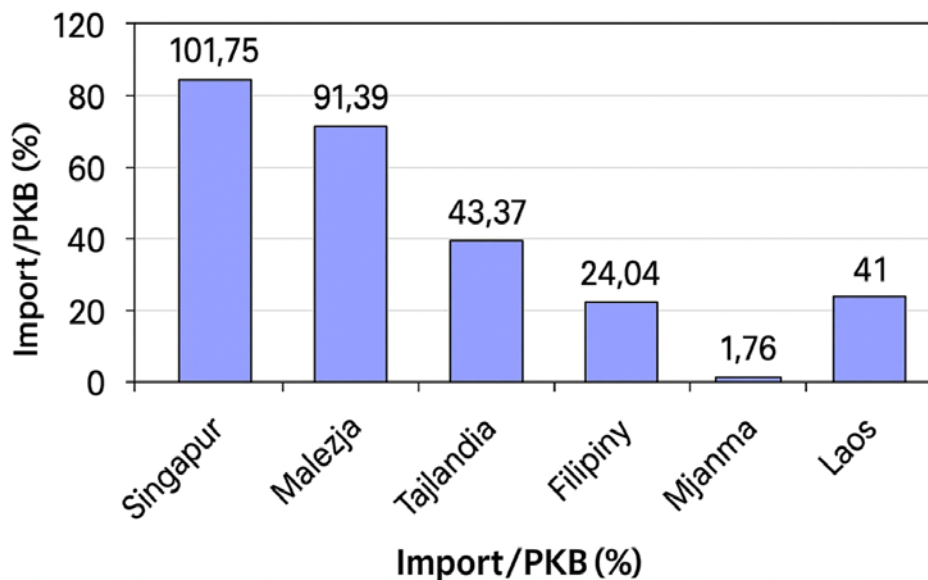
Kraj	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Brunei Darussalam	4	-1,1	0,5	1,8	2	3,5
Indonezja	8,9	7,2	7,3	7,5	8,1	7,8
Laos	bd	7	5,9	8,1	7	7
Malezja	8,6	7,8	8,3	9,2	9,5	8,6
Mjanma	bd	bd	bd	9,2	6,9	5,8
Filipiny	0	0,3	2,1	4,4	4,8	5,7
Singapur	7,3	6,2	10,4	10,5	8,8	7
Tajlandia	8,5	8,1	8,3	8,8	8,6	6,6
Wietnam	bd	8,6	8,8	8,8	9,5	9,4

Źródło: ASEAN Macroeconomic Outlook, 1997–1998 (Dżakarta: ASEAN Academic Press, Sekretariat ASEAN, 1998).

Singapur, Tajlandia, Indonezja i Wietnam rosły w tempie blisko 9% w latach 1991–1995. Najwyższe stopy wzrostu odnotowano w Singapurze w latach 1992 i 1993, wynoszące 10%, a kolejno w Malezji – 9%. Tajlandia rosła stabilnie przez wszystkie pięć lat przed kryzysem, z wyjątkiem 1996 r., kiedy dynamika wzrostu była nieco niższa niż w poprzednich latach. Gospodarka Filipin przyspieszyła od 1993 r. osiągając wzrost PKB na poziomie 5,7% w 1996 r.

W okresie intensywnego wzrostu PKB kraje utrzymywały ostrożną politykę fiskalną oraz konserwatywną politykę pieniężną utrzymującą stabilność cen. Wysoki poziom oszczędności prowadził do wzrostu inwestycji. Oprócz wysokiego poziomu oszczędności publicznych, oszczędności gospodarstw domowych były na stosunkowo wysokim poziomie. Inwestycje zagraniczne mogły korzystać z niskich cel importowych na dobra i kapitał, liberalnego systemu handlu i elastycznego rynku pracy. Większość krajów charakteryzowała się wysokim stopniem otwartości swoich gospodarek, który różnił się w zależności od kraju.

Wykres 1.
Stopień otwartości gospodarek ASEAN (1996, przedstawione w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie Direction of Trade Statistics, MFW 1997.

Najbardziej otwartą gospodarką był Singapur, a następnie Malezja, która utrzymywała pewne bariery dla bezpośrednich inwestycji zagranicznych w sektorze bankowym. Dane dla Tajlandii i Filipin pokazują znacznie niższy poziom otwartości gospodarek. Wskaźnik import/PKB wynoszący ponad 40% odzwierciedla wysoki stopień zależności od importu w tych krajach.

Kraje azjatyckie zwracały uwagę na innowacje. Branże *high-tech* próbowały stawić czoła nasilającej się konkurencji ze strony innych krajów. Firma Samsung w Korei, dzięki procesowi innowacji, stała się jedną z wiodących firm w branży IT.

Wzrostowi gospodarczemu towarzyszyły niskie stopy inflacji. W latach 90. stopy utrzymywały się w granicach jednocyfrowych (tabela 2), z wyjątkiem Filipin w 1991 r., gdzie wynosiły 18,7%. Najniższe stopy inflacji można zauważyć w Singapurze przez całe lata 90., a następnie w Malezji. W Tajlandii najniższy poziom inflacji wyniósł 3,3% w 1993 r. Stopa inflacji wzrosła nieznacznie w 1994 r., osiągając poziom 5%, i rosła przez następne dwa lata przed kryzysem.

Tabela 2.
Stopy inflacji w krajach ASEAN (1991–1996, przedstawione w %)

Kraj	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Indonezja	9,5	4,9	9,8	9,2	8,6	6,5
Malezja	4,4	4,7	3,6	3,7	3,4	3,5
Filipiny	18,7	8,9	7,6	9	8,1	8,4
Singapur	3,4	2,3	2,3	3,1	1,7	1,4
Tajlandia	5,7	4,1	3,3	5	5,8	5,9

Źródło: ASEAN Macroeconomic Outlook, 1997–1998 (Dżakarta: ASEAN Academic Press, Sekretariat ASEAN, 1998).

W całym okresie lat 90. możemy odnotować nadwyżkę budżetową w większości krajów Azji Południowo-Wschodniej, z wyjątkiem Filipin, które osiągnęły nadwyżkę w 1996 r. dzięki poprawie administracyjnej w poborze podatków i zmian w systemie podatkowym w latach 1993–1996. Tajlandia osiągała nadwyżkę budżetową od połowy lat 80., w Singapurze możemy zauważyć wysoką nadwyżkę budżetową przez całe lata 90. (tabela 3). Singapur osiągał nadwyżkę w całym okresie lat 90. W Malezji odnotowano ją w latach 1991–1996, z wyjątkiem 1992 i 1993 r. Tajlandia bez wyjątków osiągała nadwyżkę budżetową przez cały okres lat 90. przed kryzysem.

Najwyższy poziom, wynoszący 4,9% PKB, dotyczył 1991 r. W latach 1993–1996 utrzymywała się ona blisko lub powyżej poziomu 2% PKB. Deficyt fiskalny występował jedynie w dwóch krajach: w Malezji i na Filipinach. Oba te kraje zmniejszyły deficyt i osiągnęły nadwyżkę budżetową pod koniec 1996 r.

Tabela 3.
Sytuacja fiskalna krajów ASEAN (1991–1996, procent PKB)

Kraj	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Indonezja	0,5	-0,5	0,9	n,a,	0,5	n,a,
Malezja	1,8	-2,6	-2,2	3,5	3,2	3,7
Filipiny	-2,1	-1,2	-1,5	-1	-0,6	0,3
Singapur	4,7	4,9	5,9	7,4	6,1	5,9
Tajlandia	4,9	3,1	2,2	1,8	2,7	2,2

Źródło: ASEAN Macroeconomic Outlook, 1997–1998 (Dżakarta: ASEAN Academic Press, Sekretariat ASEAN, 1998).

Motorem wzrostu dla krajów ASEAN był eksport, który rósł z poziomu 6,3 mld USD w 1970 r. do 340 mld USD w 1996 r. (tabela 4). Wzrost eksportu Malezji, Filipin, Singapuru i Tajlandii charakteryzował się dwucyfrowymi wartościami zarówno w latach 1994, jak i 1995. W 1996 r. nastąpiło spowolnienie dynamiki eksportu we wszystkich krajach regionu, za wyjątkiem Indonezji i Filipin. W przypadku Tajlandii odnotowano nawet spadek o 0,2%. Największy wzrost miał miejsce w 1994 r. – w Malezji wyniósł on 22%, na Filipinach 19,8%, w Singapurze 26,5%, a w Tajlandii 21,3%. Gospodarki tych krajów funkcjonowały w systemie kursu walutowego powiązanego z dolarem amerykańskim. Wzrost wartości dolara amerykańskiego w stosunku do jena japońskiego w 1995 r. negatywnie wpłynął na konkurencyjność azjatyckiego eksportu.

Tabela 4.

Wzrost eksportu w krajach ASEAN (1991–1996, przedstawione w %)

Kraj	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Indonezja	19,9	14,7	6,6	9	4,3	6,5
Malezja	14,1	6,2	17,2	22,5	17,6	7,2
Filipiny	0,1	4,3	6,2	19,8	12	20,3
Singapur	n,a,	9,6	17,3	26,5	21,6	6,1
Tajlandia	23,5	13,2	13	21,3	23,6	-0,2

Źródło: ASEAN Macroeconomic Outlook, 1997–1998 (Dżakarta: ASEAN Academic Press, Sekretariat ASEAN, 1998).

Kraje ASEAN odnotowały stosunkowo wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących (tabela 5), co mogło być postrzegane jako oznaka słabości strukturalnych w tym regionie. Singapur zarejestrował nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących w całym okresie lat 90.

Brak uzależnienia od pożyczek zagranicznych oraz wzrost gospodarczy w większym stopniu oparty na BIZ i oszczędnościach krajowych, częściowo chroniły ten kraj przed niestabilnością. W większości krajów Azji Południowo-Wschodniej deficyt na rachunku obrotów bieżących nie przekraczał 8%. Wyjątek stanowiły Malezja w 1995 r. (10%) oraz Tajlandia w 1995 r. (8,1% PKB). Wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących występował w większości krajów dotkniętych kryzysem w 1996 r. Znaczny deficyt nie musi być problemem, o ile wynika on ze wzrostu stopy inwestycji, a nie ze spadku stopy oszczędności, a wzrost eksportu jest wystarczająco silny, aby zrównoważyć przyszłe zadłużenie zagraniczne. We wszystkich krajach, z wyjątkiem Filipin, deficyt był spowodowany wzrostem inwestycji, a nie spadkiem oszczędności. Należy jednak zauważyć, że inwestycje te opierały się głównie na krótkoterminowych napływach kapitału, które

były lokowane w długoterminowe i wysoce ryzykowne przedsięwzięcia, takie jak rynek nieruchomości, co w konsekwencji przyczyniło się do wybuchu kryzysu finansowego.

Tabela 5.
Deficyt na rachunku obrotów bieżących w krajach
ASEAN (1991–1996, procent PKB)

Kraj	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Indonezja	-3,4	-2,2	-1,5	-1,7	-3,4	-3,4
Malezja	-8,8	-3,8	-4,8	-7,8	-10	-4,9
Filipiny	-1,9	-1,6	-5,5	-4,6	-4,4	-4,5
Singapur	11,2	11,3	7,5	17,1	16,9	15
Tajlandia	-7	-5,7	-5,1	-5,6	-8,1	-7,9

Źródło: ASEAN Macroeconomic Outlook, 1997–1998 (Dżakarta: ASEAN Academic Press, Sekretariat ASEAN, 1998).

Trudno jednoznacznie stwierdzić, że kryzys w Azji, podobnie jak wiele innych tego typu zdarzeń, został wywołany fundamentalnymi słabościami gospodarczymi. Istnieją dwa główne podejścia do tej kwestii: zwolennicy fundamentalizmu upatrują przyczyn kryzysu finansowego w problemach makroekonomicznych, argumentując, że pomimo ogólnie dobrych wskaźników, Azja zmagала się z poważnymi problemami strukturalnymi. Wskazują oni na słabość systemu bankowego, który często stosował praktyki kredytowe faworyzujące podmioty bez odpowiedniej zdolności finansowej. Rządy azjatyckie udzielały gwarancji systemowi bankowemu, który w rzeczywistości nie był objęty należyty nadzorem i kontrolą. Odmienne stanowisko przypisuje kluczową rolę panice i „samospełniającemu się pesymizmowi” międzynarodowych pożyczkodawców. Zgodnie z tą interpretacją, kryzys był skutkiem zachowań inwestorów, którzy w obliczu paniki masowo żądali zwrotu środków, zmuszając pośredników finansowych do likwidacji długoterminowych aktywów ze znaczną stratą. W zapobieganiu negatywnym skutkom paniki na system bankowy zasadniczą rolę odgrywa bank centralny, który jako pożyczkodawca ostatecznej instancji, powinien zapewniać płynność na rynku i powstrzymywać odpływ kapitału z kraju. Skuteczność interwencji banku centralnego jest jednak ograniczona wysokością rezerw walutowych w stosunku do krótkoterminowego długu zagranicznego. Głębsza analiza sytuacji makroekonomicznej krajów azjatyckich ujawnia, że region ten przez wiele lat przed wybuchem kryzysu doświadczał znaczących napływów kapitału.

Napływy kapitału portfelowego, obejmujące międzynarodowe lokowanie zbywalnych obligacji, emisje akcji na rynkach międzynarodowych i zakupy akcji oraz instrumentów

rynku pieniężnego przez zagranicznych inwestorów mogą w dużym stopniu przynieść korzyści rynkom wschodzącym, wspierając integrację finansową i poprawiając zwroty z inwestycji poprzez transfer wiedzy, wzmocnioną konkurencję i efekty efektywności rynkowej.

Znaczne napływy kapitału do danego kraju mogą zaburzyć jego stabilność makroekonomiczną, wywołać presję inflacyjną na walutę krajową oraz przyczynić się do powstania deficytu na rachunku obrotów bieżących. Co więcej, wartość krajowej waluty może ulec aprecjacji, co dodatkowo zwiększa podatność kraju na wstrząsy zewnętrzne. W przypadku nagłego odpływu kapitału, na rynkach finansowych mogą pojawić się poważne problemy. W takiej sytuacji rządy najczęściej stają przed wyborem: podwyższyć stopy procentowe lub dopuścić do deprecjacji kursu walutowego. Z badań empirycznych wynika, że napływy kapitału długoterminowego generują mniej problemów niż napływy krótkoterminowe. Lipsey dowodzi, że inwestorzy bezpośredni są bardziej skłonni do ponoszenia strat w trakcie kryzysu, podczas gdy inwestorzy krótkoterminowi wycofują swoje fundusze, reagując na pierwsze sygnały o potencjalnych problemach¹⁴. Eichengreen podkreśla, że krótkoterminowe napływy kapitału stanowią główne źródło niestabilności finansowej, a jako miernik ryzyka wykorzystuje wskaźnik relacji długu krótkoterminowego do rezerw. W latach 1994–1997 wskaźnik ten gwałtownie wzrósł. Według danych przedstawionych w tabeli 6, w Indonezji, Korei, Singapurze i Tajlandii dług krótkoterminowy przekraczał poziom rezerw walutowych.

Tabela 6.
Krótkoterminowy dług zagraniczny i rezerwy
międzynarodowe (drugi kwartał 1997 r.)

	Dług krótkoterminowy (mld)	Rezerwy walutowe
Korea	70,18	34,07
Indonezja	34,66	20,34
Malezja	16,27	26,59
Filipiny	8,29	9,78
Singapur	196,6	80,66
Tajlandia	45,57	31,36

Źródło: Asian Development Bank 1998.

¹⁴ R.G. Lipsey, *Successes and failures in the transformation of economics*, „Journal of Economic Methodology” 2001, nr 8(2), s. 169–201.

W drugim kwartale 1997 r. w Singapurze odnotowano najwyższy wskaźnik długu do rezerw, który wyniósł 2,44. W Korei kwota długu krótkoterminowego była dwukrotnie wyższa niż kwota rezerw walutowych, natomiast w Tajlandii i Indonezji dług krótkoterminowy przekraczał wartość rezerw walutowych o około połowę. Wskaźniki długu do rezerw dla tych krajów wynosiły odpowiednio 1,45 i 1,7. Dane te świadczą o słabości i podatności systemu bankowego, a w szczególności o ograniczonej możliwości interwencji banku centralnego w celu obrony stałego kursu walutowego. Podatność tę można również ocenić, analizując poziom wskaźnika M2 do rezerw. Tornell podkreśla, że wskaźnik ten odgrywał istotną rolę w przewidywaniu kryzysów w latach 1994–1997¹⁵. Wskaźnik M2 do rezerw był wysoki w większości krajów azjatyckich. Istniały dwie główne przyczyny rosnącego zadłużenia zagranicznego w krajach dotkniętych kryzysem. W Korei regulacje sprzyjały zaciąganiu krótkoterminowych pożyczek przez instytucje finansowe, jednocześnie zniechęcając przedsiębiorstwa do bezpośredniego zadłużania się za granicą. Podobna sytuacja miała miejsce w Tajlandii, gdzie inwestorzy byli silnie zachęceni do korzystania z zagranicznych źródeł finansowania. Pożyczki te były w większości niezabezpieczone i koncentrowały się w sektorze nieruchomości. Drugą przyczyną nadmiernego zadłużenia zagranicznego był system stałego kursu walutowego oraz stosunkowo wysokie oprocentowanie depozytów krajowych. Znaczna część napływów kapitału do Azji miała charakter „napływów arbitrażowych”. Inwestycje w tych krajach były motywowane przekonaniem, że rządy są w stanie zagwarantować wysokie stopy zwrotu, a nie zaufaniem do przyszłych wyników gospodarczych regionu.

Szczegółowa analiza sektora finansowego w krajach dotkniętych kryzysem ujawnia interesujące cechy, które mogą pomóc w zrozumieniu przyczyn załamania, jakie miało miejsce w Azji w 1997 r. Przyglądając się wskaźnikowi zadłużenia do kapitału własnego, można zauważyć, że przedsiębiorstwa w znacznym stopniu opierały swoją działalność na kredytach bankowych.

¹⁵ A. Tornell, *Reform from Within* „NBER Working Paper” 1998, nr 6497, s. 1–52.

Tabela 7. Średni dług i kapitał własny w gospodarkach azjatyckich w 1996 r.

	Dług/kapitał	Dług krótkoterminowy/dług całkowity
Indonezja	1,88	0,54
Japonia	2,21	0,58
Korea Płd.	3,55	0,57
Malezja	1,18	0,64
Filipiny	1,29	0,48
Singapur	1,05	0,58
Tajlandia	2,36	0,63

Źródło: Bank Światowy, 1998.

Na podstawie powyższych obserwacji można sformułować kilka wniosków. Przede wszystkim, przedsiębiorstwa w krajach dotkniętych kryzysem charakteryzowały się wysokim poziomem zadłużenia, co znajduje odzwierciedlenie we wskaźniku długu do kapitału własnego. Wskaźnik ten osiągał szczególnie wysokie wartości w Tajlandii, Korei i Japonii, gdzie zadłużenie przekraczało kapitał własny ponad dwukrotnie. W Malezji i na Filipinach wskaźnik ten był nieco niższy, wynosząc odpowiednio 1,18 i 1,29. Kolejną istotną cechą był wysoki udział długu krótkoterminowego w zadłużeniu ogółem. We wszystkich analizowanych krajach dług krótkoterminowy stanowił ponad połowę całości zadłużenia. Powyższe dane wskazują na poważne problemy w sektorze finansowym. Sytuację zadłużonych przedsiębiorstw pogarszała dodatkowo struktura ich zadłużenia. Analiza tabeli 8 pozwala na wysunięcie dodatkowych wniosków dotyczących zadłużenia przedsiębiorstw. We wszystkich gospodarkach dotkniętych kryzysem, dług zagraniczny stanowił znaczną część zadłużenia ogółem, a w jego strukturze dominował dług krótkoterminowy, który w 1996 r. znacznie przewyższał dług długoterminowy.

Tabela 8. Struktura długu korporacyjnego w 1996 r.

	Zadłużenie zagraniczne		Zadłużenie krajowe	
	Krótki termin	Długi termin	Krótki termin	Długi termin
Indonezja	20,5	19,6	31,4	28,5
Korea Płd.	29,4	17	27,7	28,5
Malezja	32,1	11	35,7	21,2
Filipiny	19,7	21,3	25,5	38,5
Tajlandia	29,6	12,3	32,0	26,1

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, 1998.

Tę sytuację można wytłumaczyć następującymi czynnikami: przez wiele lat azjatyckie sektory finansowe charakteryzowały się relatywną zamkniętością. Przepływy kapitału były kontrolowane, a dostęp do kredytów ograniczony. Dopiero w latach 90. zaczęto otwierać rynki finansowe w Azji, które zostały zliberalizowane, a kontrole przepływów kapitałowych zniesione. Niestety, procesowi temu nie towarzyszył adekwatny nadzór nad bankami i instytucjami finansowymi. W rezultacie pożyczki zagraniczne stały się istotnym źródłem finansowania działalności przedsiębiorstw. System stałego kursu walutowego eliminował ryzyko związane z zaciąganiem pożyczek w dolarach amerykańskich. Stosunkowo wysokie stopy procentowe, w porównaniu z innymi regionami poza Azją Wschodnią, zachęcały inwestorów i firmy do pozyskiwania kapitału z zagranicy, w oczekiwaniu wyższych zysków. Dodatkowym czynnikiem, który wzmacniał optymizm inwestorów co do perspektyw Azji, były gwarancje rządowe obejmujące wszystkie pożyczki zagraniczne.

MOŻLIWE PRZYZCZYNY KRYZYSU

Przyczyny kryzysu można interpretować na dwa zasadnicze sposoby. Pierwszy z nich upatruje źródła problemów w podstawowych słabościach dotkniętych krajów, takich jak deficyt na rachunku obrotów bieżących, przeszacowany kurs walutowy, wysokie napływy kapitału oraz nadmierne inwestycje w nietrafione projekty, co w konsekwencji prowadziło do problemów związanych z tzw. *moral hazard*. Furman i Stiglitz argumentują jednak, że brak jednoznacznych dowodów na to, iż to właśnie te słabości doprowadziły do kryzysu, nakazuje poszukiwać przyczyn w problemach strukturalnych, związanych przede wszystkim z paniką na rynkach¹⁶. Berg, Kochhar i wielu innych autorów analizowało

¹⁶ J. Furman, J.E. Stiglitz, *Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia*, „Brookings Papers on Economic Activity” 1998, nr 29(2), s. 1–136.

przyczyny kryzysu finansowego w 1997 r., wskazując między innymi na słaby nadzór nad sektorem finansowym, niedostateczne regulacje ostrożnościowe, sprzyjające nadmiernemu udzielaniu kredytów, oraz system stałego kursu walutowego, prowadzący do wysokiego poziomu zobowiązań denominowanych w walutach obcych¹⁷. Warto jednak podkreślić, że wspomniane teorie nie w pełni odpowiadają specyfice kryzysu azjatyckiego.

Słabe fundamenty ekonomiczne

W pierwszej kolejności należy zaznaczyć, że modele kryzysów „pierwszej” i „drugiej generacji” wydają się nie znajdować odzwierciedlenia w sytuacji żadnej z dotkniętych kryzysem gospodarek azjatyckich. Bezpośrednio przed jego wybuchem rządy wszystkich krajów utrzymywały równowagę fiskalną, nie angażowały się w nieodpowiedzialną kreację kredytu ani ekspansję monetarną. Stopy inflacji utrzymywały się na niskim poziomie. Pomimo spowolnienia gospodarczego odnotowanego w 1996 r., bezrobocie pozostawało niskie. Rządy nie miały więc powodu, by porzucić system stałego kursu walutowego w celu prowadzenia bardziej ekspansywnej polityki pieniężnej.

Pośrednicy pozabankowi, których działalność uważa się za jedną z przyczyn kryzysu z 1997 r., pozyskiwali krótkoterminowe finansowanie, często w dolarach amerykańskich, a następnie udzielali pożyczek inwestorom spekulacyjnym, koncentrującym się głównie na rynku nieruchomości. W świetle tych faktów wydaje się, że kryzysu azjatyckiego nie można przypisać ani deficytowi fiskalnemu, jak sugeruje model „pierwszej generacji” ani „pokusie makroekonomicznej”, charakterystycznej dla modelu „drugiej generacji”. Niemniej, choć model „drugiej generacji” nie w pełni odpowiada ówczesnej sytuacji, zwraca on uwagę na niebezpieczeństwo związane z rosnącym zadłużeniem zewnętrznym¹⁸.

Pomimo że model „pierwszej generacji” wydaje się nieprzystający do specyfiki kryzysu azjatyckiego, część ekonomistów utrzymuje, że kryzys walutowy z 1997 r. był w istocie wywołany fundamentalnymi słabościami. Burnside, Eichenbaum i Rebelo wskazują jako potencjalną przyczynę załamania finansowego wysoki deficyt „perspektywiczny” oraz udzielane gwarancje dla banków znajdujących się na skraju bankructwa, argumentując, że oczekiwania dotyczące finansowania przyszłego deficytu poprzez podatek inflacyjny prowadzą do destabilizacji systemów kursów walutowych¹⁹.

¹⁷ A. Berg, *The Asia crisis: Causes, Policy Responses, and Outcomes*, „IMF” 1999, WP/99/138, s. 3–62; Kochhar K., Loungani P., Stone M.R., *The East Asian Crisis: Macroeconomic Developments and Policy Lessons*, „IMF” 1998, nr 128, s. 2–55.

¹⁸ P.R. Masson, *Contagion: Monsoonal effects...*, *op. cit.*

¹⁹ C. Burnside, M. Eichenbaum, S. Rebelo, *Prospective Deficit and the Asian Currency Crisis*, „The Journal of Political Economy” 2001, nr 109(6), s. 1155–1197.

Zdaniem Berga do wyjaśnienia przyczyn kryzysu azjatyckiego przydatne może być uwzględnienie kombinacji elementów z modeli „pierwszej” i „drugiej generacji”²⁰. Wzorec ten ilustrują cztery tradycyjne zmienne makroekonomiczne – deficyt na rachunku obrotów bieżących, przeszacowanie kursu walutowego, dynamika eksportu, spadek rezerw walutowych – oraz zmienna charakterystyczna dla modeli „drugiej generacji”, czyli relacja długu zewnętrznego krótkoterminowego do rezerw. Znaczenie poszczególnych zmiennych różniło się w zależności od kraju. W przypadku Tajlandii i Malesji to tradycyjne wskaźniki w dużym stopniu wyjaśniają podatność na kryzys, podczas gdy w Korei i Indonezji kluczową rolę odgrywała relacja długu krótkoterminowego do rezerw.

Nadmierne inwestycje i problem ryzyka moralnego

Zdaniem Krugmana przyczyną kryzysu był nadmierny rozwój sektora finansowego, a w konsekwencji jego załamanie²¹. Kryzysy walutowe stanowiły jedynie fragment szerszego kryzysu finansowego, który w niewielkim stopniu był związany z kwestiami walutowymi czy monetarnymi, a także z tradycyjnymi problemami fiskalnymi. Aby zrozumieć rzeczywiste przyczyny kryzysu azjatyckiego w 1997 r., Krugman proponuje skupić się na dwóch często pomijanych aspektach: roli pośredników finansowych (oraz tzw. *moral hazard* związany z ich działalnością w sytuacji braku odpowiednich regulacji), a także cenach aktywów rzeczowych, takich jak kapitał i ziemia²². Problemy rozpoczęły się od pośredników finansowych – instytucji, których zobowiązania były postrzegane jako objęte nieograniczonymi gwarancjami rządowymi, podczas gdy w rzeczywistości ich działalność nie podlegała żadnym regulacjom, co prowadziło do wystąpienia zjawiska ryzyka moralnego.

W rezultacie nadmiernej akcji kredytowej prowadzonej przez te instytucje doszło do inflacji, jednak nie w odniesieniu do towarów, lecz cen aktywów. Aktywa były przeszacowane, a wysoki poziom kredytów windował ceny ryzykownych aktywów, stwarzając iluzję stabilności całego systemu finansowego. Borensztein i Lee, analizując przykład Korei, wskazują, że kredyty były alokowane do sektorów charakteryzujących się słabymi wynikami ekonomicznymi. W większości krajów środki z pożyczek przeznaczano na zakup akcji i gruntów. W momencie załamania systemu, spadające ceny aktywów doprowadziły do niewypłacalności pośredników, co spotkało się z natychmiastową reakcją inwestorów. Zmusiło to pośredników do ograniczenia działalności, co z kolei

²⁰ A. Berg, *The Asia crisis: Cause...*, s. 3–62.

²¹ P. Krugman, *What happened to Asia?...*, *op. cit.*

²² *Ibidem*.

przyczyniło się do dalszej deflacji aktywów. Wydaje się, że ryzyko moralne odgrywało kluczową rolę w genezie kryzysu azjatyckiego.

Moral hazard i problem nadmiernych inwestycji są ściśle związane z gwarancjami rządowymi dla banków. McKinnon i Pill uważają, że nadmiernie gwarantowani i niedostatecznie regulowani pośrednicy mogą prowadzić do nadmiernych inwestycji przez całą gospodarkę.

Gwarancje rządowe i bankowe, nieregulowany system finansowy, słaby nadzór

Wielu autorów analizowało wpływ gwarancji rządowych i bankowych na wybuch kryzysu walutowego w Azji. Przed nim funkcjonowały różne rodzaje gwarancji. Po pierwsze, istniał silny związek między gwarancjami a systemem stałego kursu walutowego, który utwierdzał w przekonaniu, że ryzyko kursowe zostanie w całości przejęte przez banki centralne. Po drugie, gwarancje obejmowały duże projekty rozwojowe, zarówno publiczne, jak i prywatne, których realizacja wymagała zaangażowania rządu ze strony zagranicznego kapitału. Po trzecie, gwarancje wynikały z roli banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatniej instancji. Dodatkowo, powszechne było przekonanie o stabilności systemu bankowego, a także o tym, że wszelkie udzielane pożyczki są zabezpieczone gwarancjami banków lub rządu.

Mishkin i Obstfeld zwracają uwagę na fakt, że gwarancjom rządowym dla depozytów walutowych zazwyczaj towarzyszy system stałego kursu walutowego²³. Utrzymując stały kurs, rząd może eliminować bodźce dla krajowych banków do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym. Ponadto, banki krajowe posiadają przewagę nad zagranicznymi podmiotami w zakresie udzielania pożyczek krajowym przedsiębiorstwom. Prowadzi to do sytuacji współfinansowania ryzykownych przedsięwzięć przez banki i przedsiębiorstwa, co związane jest z problemem selekcji negatywnej przy wyborze projektów obarczonych wysokim ryzykiem oraz brakiem skutecznych regulacji ostrożnościowych w sektorze bankowym. Banki, udzielając pożyczek denominowanych w walutach obcych, często nie zabezpieczają się przed ryzykiem walutowym (polegając na gwarancjach rządowych), co w przypadku porzucenia systemu stałego kursu walutowego może prowadzić do głębokiego kryzysu finansowego.

Dekle i Kletzer analizują wzajemne zależności między krajowymi pośrednikami finansowymi, sektorem finansów publicznych a polityką makroekonomiczną, regulacjami oraz subsydiowaniem krajowych instytucji finansowych przez rząd, a także

²³ S. Mishkin, *Understanding financial crises...*, *op. cit.*; M. Obstfeld, *Rational and self fulfilling balance*, *op. cit.*

napływami kapitału, które doprowadziły do kryzysu w niektórych państwach azjatyckich²⁴. Kluczowym elementem w prezentowanym przez nich modelu są rządowe gwarancje dla zobowiązań walutowych wynikających z działalności krajowych banków. Autorzy ci uważają, że założenia ich modelu dobrze odzwierciedlają sytuację finansową w Korei i Tajlandii, w szczególności w odniesieniu do wzorców regulacji ostrożnościowych, ubezpieczeń depozytów, gwarancji długu walutowego oraz zależności przedsiębiorstw od kredytu bankowego.

W Korei przedsiębiorstwa krajowe były silnie uzależnione od finansowania bankowego, zarówno komercyjnego, jak i specjalistycznego. W 1997 r. aż 50% całkowitego finansowania pochodziło z pożyczek bankowych. Dodatkowo, banki gwarantowały większość papierów komercyjnych, pożyczek zagranicznych i obligacji. W 1996 r. gwarancjami bankowymi objętych było 87% obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa. Kapitał własny odgrywał marginalną rolę w finansowaniu działalności przedsiębiorstw, stanowiąc zaledwie 7% całkowitego finansowania. W 1996 r. średni wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego wyniósł 3,55 (tabela 10).

W Tajlandii w latach 1992–1996 aż 74% całkowitego finansowania przedsiębiorstw pochodziło z pożyczek udzielanych przez banki i firmy finansowe. Pożyczki bankowe były w większym stopniu skierowane do sektora produkcyjnego, natomiast firmy finansowe koncentrowały się na finansowaniu konsumentów oraz rynku nieruchomości. W Korei *de facto* nie funkcjonował system ubezpieczeń depozytów. Rząd nigdy jednak nie dopuścił do upadłości żadnego banku, co mogło być interpretowane przez deponentów jako forma nieformalnego ubezpieczenia ich środków. Rząd sprawował kontrolę nad bankami poprzez system politycznych pożyczek, wykorzystywany do preferencyjnego przydzielania kredytów wybranym sektorom gospodarki oraz do powoływania członków zarządów banków. Tajlandia również nie posiadała oficjalnego systemu ubezpieczeń depozytów. Niemniej jednak, rząd tajski wspierał niewypłacalne banki, umożliwiając im dalsze funkcjonowanie i chroniąc w ten sposób deponentów. W trakcie kryzysu rząd przejął kontrolę nad sześcioma z piętnastu banków komercyjnych.

Zarówno w Korei, jak i w Tajlandii, nadzór nad instytucjami finansowymi był rozproszony i nieefektywny. W Korei Bank Korei sprawował nadzór nad bankami komercyjnymi, podczas gdy Ministerstwo Finansów nadzorowało banki handlowe. Podobnie w Tajlandii, nadzór bankowy był podzielony między rząd a Bank Tajlandii. W Korei zaniedbano naprawy wszelkich wykrytych niedociągnięć w nadzorowanych bankach. Na przykład, w latach 1995–1996 złagodzone wymogi dotyczące kredytów zagrożonych. Przepisy dotyczące pożyczek dla dużych grup kapitałowych były rzadko przestrzegane. Niedostatek standardów ostrożnościowych stanowił również poważny

²⁴ R. Dekle, K. Kletzer, *Domestic Bank Regulation and Financial Crisis: Theory and Empirical Evidence from East Asia*, „IMF” 2001, WP/01/63, s. 2–49.

problem w systemie bankowym w Tajlandii. Często ignorowano zasady klasyfikacji i księgowania kredytów. Nie istniały limity dotyczące pożyczek w sektorze nieruchomości, choć obowiązywały ograniczenia odnoszące się do pojedynczych kredytobiorców.

Nieskuteczny nadzór i słabość systemu bankowego były również powiązane z korupcją w krajach azjatyckich. Według Wei i Sievers, „w krajach dotkniętych korupcją częściej występuje nieadekwatny nadzór państwowy nad systemem finansowym, a także częściej znajdują się banki narażone na zagrożenia”²⁵. Calvo zwraca uwagę, że kryzysom finansowym towarzyszyły złożone interakcje między krajowym sektorem finansowym, władzami monetarnymi i fiskalnymi oraz międzynarodowymi kredytodawcami. Desai przytacza przykłady korupcji w Tajlandii i Indonezji, gdzie wskaźniki korupcji należą do najwyższych w Azji Wschodniej, oscylując w przedziale od 7 do 9 w skali 1–10, w zależności od zastosowanego wskaźnika²⁶. Iwan Azis argumentował, że rządy nader często faworyzują określone grupy inwestorów przy udzielaniu pożyczek.

Można zatem stwierdzić, że niedostateczne regulacje w sektorze finansowym oraz nadmierne gwarancje sprzyjały gwałtownemu wzrostowi akcji kredytowej i akumulacji aktywów o niskiej jakości w Azji. Ponadto duże napływy kapitału, stymulowane relatywnie wysokimi stopami procentowymi i przekonaniem o niskim ryzyku inwestycyjnym, doprowadziły do nadmiernych inwestycji. Ekspansywna akcja kredytowa na rynkach azjatyckich, zwłaszcza w zakresie wydatków prywatnych na nieruchomości, doprowadziła do powstania bańki spekulacyjnej w tym sektorze. W konsekwencji, po pęknięciu bańki, cały system finansowy został poważnie dotknięty.

Bańka cenowa

We wszystkich krajach azjatyckich doszło do powstania baniek cenowych. Jednak skutki kryzysu finansowego były odczuwalne w różnym stopniu, co można tłumaczyć specyfiką systemów regulacji bankowych w poszczególnych krajach. W Azji fala optymizmu w połowie lat 90., związana z tzw. cudem gospodarczym Azji Wschodniej, doprowadziła do niedoceniań ryzyka. W połączeniu z liberalizacją rachunku kapitałowego i deregulacją finansową, zaowocowało to znacznymi napływami kapitału, które w dużej mierze były pośredniczone przez system bankowy, wzrostem cen aktywów, nadmiernymi inwestycjami oraz tworzeniem się bańki cenowej. Collins i Senhadji potwierdzają istnienie korelacji między kredytami bankowymi a cenami aktywów²⁷. Akcja kredytowa w krajach azjatyckich przyczyniła się do inflacji cen aktywów, zwłaszcza na rynku nieruchomości. Pęknięcie tej

²⁵ S.J. Wei, S.E. Sievers, *The Cost of Crony Capitalism*, [w:] W.T. Woo, J.D. Sachs, K. Schwab (red.), *The Asian Financial Crisis: Lessons for a Resilient Asia*, MIT Press.

²⁶ P. Desai, *Financial Crisis, Contagion, and Containment*, Princeton University Press 2003.

²⁷ C. Collins, A. Senhadji, *Landing Boom, Real Estate Bubbles, and the Asian Crisis*, „IMF” 2002, WP/02/20, s. 2–45.

bańki doprowadziło do kryzysu finansowego. Niedoskonałe informacje i rynki finansowe sprawiły, że rynek stał się podatny na zagrożenia w okresie, gdy ceny znacząco odbiegały od wartości fundamentalnych, zwłaszcza w kontekście tworzenia się bańki spekulacyjnej. Ponieważ cena nieruchomości zależy od wartości oczekiwanej, inwestorzy, dysponując niekompletnymi informacjami, mogli nie doszacować lub przeszacować wartość fundamentalną. Optymizm związany z oczekiwanym wzrostem gospodarczym, typowy dla tamtego okresu w Azji, doprowadził do wzrostu cen aktywów powyżej ich kosztów odtworzenia. Kraje azjatyckie dotknięte kryzysem odnotowywały wysokie roczne stopy wzrostu gospodarczego w latach 1991–1996 (tabela 4). Deficyt na rachunku obrotów bieżących systematycznie rósł, lecz był finansowany przez napływ prywatnego kapitału.

Ryzyko moralne również mogło przyczyniać się do tworzenia się bańki spekulacyjnej i nadmiernych inwestycji, poprzez ukryte lub jawne gwarancje bankowe oraz słabości w regulacjach finansowych. Banki podejmowały ryzyko bez odpowiedniego zabezpieczenia, zwiększając w ten sposób koszty pozyskania kapitału²⁸. W krajach azjatyckich struktura polityki publicznej i ład korporacyjny sprzyjały szybkiej akumulacji kapitału. Firmy miały łatwy dostęp do taniego finansowania zewnętrznego dzięki liberalizacji rachunku kapitałowego, deregulacji rynku finansowego oraz systemowi stałego kursu walutowego powiązanego z dolarem amerykańskim. Rządy wspierały przedsiębiorstwa poprzez dotacje, zwłaszcza w sektorze eksportowym. Podczas kryzysu Tajlandia szczególnie mocno ucierpiała z powodu kumulacji negatywnych czynników: pęknięcia bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości oraz słabości systemu finansowego. Malezja, dysponująca lepiej uregulowanymi instytucjami finansowymi, odczuła skutki kryzysu w mniejszym stopniu niż Tajlandia, choć również doświadczyła spadku cen nieruchomości. W Indonezji i Korei sektor nieruchomości i bańka cenowa odegrały mniej znaczącą rolę w wywołaniu kryzysu. W przypadku Korei pęknięcie bańki nastąpiło jeszcze przed wybuchem kryzysu.

Panika wśród inwestorów, asymetryczna informacja

Kolejne wyjaśnienie przyczyn kryzysu z 1997 r. koncentruje się na zachowaniach inwestorów. Według Mishkina, irracjonalne decyzje inwestorów prowadziły do samospełniającej się paniki, charakteryzującej się przesadnymi reakcjami rynku, które niekoniecznie były uzasadnione fundamentami ekonomicznymi²⁹. Asymetryczna informacja, powiązana z ryzykiem moralnym, skutkowałą alokacją środków w niekoniecznie najbardziej efektywne inwestycje. Występuje wówczas, gdy jeden z partnerów umowy nie posiada tych samych informacji, co drugi. Według Mishkina asymetryczna informacja obniża efektywność rynków finansowych i przyczynia się do ich niestabilności, prowadząc do gwałtownej zmiany percepcji

²⁸ P. Krugman, *What happened to Asia?...*, *op. cit.*

²⁹ S. Mishkin, *Understanding financial crises...*, *op. cit.*

inwestorów – od nadmiernego optymizmu do paniki – oraz do problemów z selekcją negatywną³⁰. W przypadku Azji, rządowe gwarancje zachęcały do alokacji kapitału w bardziej ryzykowne przedsięwzięcia, bez jednoczesnego wdrażania skutecznych systemów nadzoru.

Problem paniki w krajach azjatyckich jest również analizowany przez Furmana i Stiglitz, którzy twierdzą, że kryzys w Azji był przede wszystkim konsekwencją reakcji inwestorów (zarówno zagranicznych, jak i krajowych), a nie problemów z fundamentami ekonomicznymi³¹. Zmianę w zachowaniu inwestorów ilustrują przepływy kapitału w krajach azjatyckich. Porównując lata 1996 i 1997, można zauważyć ogromną różnicę w napływach kapitału. W 1996 r. napływ kapitału do pięciu krajów – Korei, Tajlandii, Indonezji, Malezji i Filipin – wyniósł 93 mld dolarów amerykańskich. W 1997 r. odnotowano odpływ kapitału w wysokości 12,1 mld dolarów amerykańskich, co oznacza zmianę o 105 mld dolarów amerykańskich. Podobna tendencja widoczna była w przypadku międzynarodowych pożyczek bankowych, gdzie nastąpiła zmiana o blisko 100 mld dolarów amerykańskich. Chang i Velasco upatrują przyczyn kryzysu azjatyckiego w problemach z płynnością. Również Radelet i Sachs popierają ten pogląd, twierdząc, że problem Azji dotyczył przede wszystkim płynności, a nie niewypłacalności.

Zgodnie z modelami Diamonda-Dybviga zjawisko *runu na bank* prowadzi do paniki. Klasyczne modele paniki wskazują, że takiej sytuacji można zapobiec poprzez odpowiednie działania banku centralnego, pełniącego rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji, który jest w stanie zapewnić płynność na rynku. Bank centralny może jednak skutecznie pełnić tę funkcję jedynie w sytuacji posiadania wystarczających rezerw walutowych, czego w przypadku Azji zabrakło.

Ataki spekulacyjne

Ataki spekulacyjne na waluty krajowe odegrały istotną rolę w analizie kryzysu azjatyckiego. Zhang analizuje ewolucję kryzysu walutowego w Indonezji, Korei i Tajlandii, opierając się na przesłankach dotyczących ataków spekulacyjnych i efektu zarażenia³². Prawdopodobieństwo ataku na walutę danego kraju w określonym czasie zależy od częstotliwości ataków spekulacyjnych w innych krajach w poprzednich okresach. Istnieją różne podejścia do identyfikacji ataków spekulacyjnych. Pierwsze z nich opiera się na rozważaniach i analizie kursu walutowego, zaproponowanych przez Blanco i Grabera. Drugie definiuje załamanie waluty jako nominalną deprecjację waluty o co najmniej 25%, której towarzyszy co najmniej 10-procentowy wzrost stopy deprecjacji. Trzecie podejście wykorzystuje wskaźnik ERW, po raz pierwszy zaproponowany przez Eichengreena, Rose i Wyplosza.

³⁰ *Ibidem*.

³¹ J. Furman, J.E. Stiglitz, *Economic Crises: Evidence and...*, *op. cit.*

³² Z. Zhang, *Speculative Attacks in the Asian Crisis*, „IMF” 2001, WP/01/189, s. 2–20.

Warunki zewnętrzne

Oprócz czynników wewnętrznych, na przebieg kryzysu wpłynęły również pewne wstrząsy zewnętrzne. Według Sharmy istniały trzy zasadnicze zmiany w otoczeniu zewnętrznym, które uczyniły kraje azjatyckie szczególnie podatnymi na wstrząsy: dewaluacja juana chińskiego w 1994 r., aprecjacja dolara amerykańskiego oraz recesja w Japonii³³. Dewaluacja juana pogorszyła konkurencyjność gospodarek azjatyckich. Negatywny wpływ na gospodarki azjatyckie miały również szoki związane z warunkami handlu, zmiany cen eksportowych oraz wzrost światowych cen ropy naftowej w 1996 r. Ahmed i Loungani potwierdzają wpływ zmian warunków handlu i cen ropy naftowej na wahania produkcji w krajach azjatyckich. Kolejnym argumentem na rzecz znaczenia czynników zewnętrznych w genezie kryzysu azjatyckiego jest rosnąca konkurencja ze strony krajów NAFTA i Chin. Sachs i Radelet sugerują, że konkurencja ze strony Meksyku mogła stanowić istotny szok zewnętrzny, przyczyniający się do wybuchu kryzysu w Azji. Kochhar, Loungani i Stone również podkreślają rolę czynników zewnętrznych prowadzących do kryzysu finansowego³⁴. Analizują oni korelację między kursem wymiany jena do dolara amerykańskiego a eksportem krajów azjatyckich, dochodząc do wniosku, że deprecjacja jena w stosunku do dolara amerykańskiego powoduje spadek eksportu krajów azjatyckich. W 1997 r. korelacja ta uległa wzmocnieniu, ze względu na fakt, że waluty azjatyckie były powiązane z dolarem amerykańskim. Polityka powiązania ze stosunkowo silnym dolarem amerykańskim doprowadziła do aprecjacji względem jena w niektórych krajach od 1996 r., szczególnie w Tajlandii i na Filipinach. Efekt przeniesienia kryzysu między krajami azjatyckimi wiązał się z podobną strukturą produkcji i brakiem dywersyfikacji produktów eksportowych w gospodarkach dotkniętych kryzysem. Na początku maja 1997 r., oczekiwania na ożywienie gospodarcze w Japonii doprowadziły do aprecjacji jena. Inwestorzy zaczęli wycofywać fundusze z krajów ASEAN, aby inwestować w Japonii i czerpać zyski z wyższych stóp procentowych.

KRYZYS FINANSOWY W AZJI – WNIOSKI

Kryzys finansowy w Azji bezpośrednio dotknął cztery kraje członkowskie ASEAN: Tajlandię, Indonezję, Malezję i Filipiny, wywierając istotny wpływ na ich gospodarki. Waluty krajów Azji Południowo-Wschodniej uległy dewaluacji. W ciągu pierwszych

³³ S.D. Sharma, *The Asian Financial Crisis: Crisis, Reform and Recovery*, Manchester University Press 2003).

³⁴ K. Kochhar, P. Loungani, M.R. Stone, *The East Asian Crisis: Macroeconomic Developments and Policy Lessons*, „IMF” 1998, WP/98/128, s. 2–55.

tygodni stycznia 1998 r. bat tajlandzki stracił 40% swojej wartości, rupia indonezyjska – 80%, ringgit malezyjski – 40%, a peso filipińskie – 30% w stosunku do dolara amerykańskiego, w porównaniu z ich wartościami z lipca 1997 r. Doprowadziło to do niewypłacalności wielu przedsiębiorstw, zwłaszcza tych, które zaciągały pożyczki na rynkach międzynarodowych. Indonezja została zmuszona do zamknięcia szesnastu banków, natomiast Tajlandia zlikwidowała pięćdziesiąt cztery firmy finansowe. Spowolnieniu działalności produkcyjnej towarzyszył wzrost stóp procentowych. Przedsiębiorstwa uznały za kosztowne pozyskiwanie kapitału na inwestycje, wzrosły koszty produkcji, co zmusiło je do ograniczenia poziomu zapasów i redukcji zatrudnienia. Międzynarodowa Organizacja Pracy (MOP) oszacowała wzrost bezrobocia o 3 miliony w Indonezji, 1,5 mln w Tajlandii i około 150 000 w Malezji. Bezpośrednio po wybuchu kryzysu, ekonomiści i analitycy rozważali różne rozwiązania, mające na celu złagodzenie jego negatywnych skutków. Wśród nich wymieniano:

- reformę międzynarodowych rynków finansowych;
- wzmocnienie instytucji finansowych – wprowadzenie ostrożnościowego nadzoru i regulacji instytucji finansowych w krajach ASEAN, aby zapobiec masowemu odpływowi kapitału zagranicznego, gdy tylko pojawią się pierwsze oznaki pogorszenia sytuacji gospodarczej. Niezbędne są również wymogi dotyczące przejrzystości, aby zapewnić opinię publiczną dostęp do informacji na temat wyników gospodarczych;
- stabilizację kursów walutowych w regionie. Wielu autorów podejmowało próby odpowiedzi na pytanie, czy polityka pieniężna jest skutecznym narzędziem w zapobieganiu kryzysom. Wśród nich znajdują się Furman i Stiglitz, Flood i Jeanne, Lahiri i Végh³⁵. Niektórzy z nich sugerowali, że wyższe stopy procentowe wywierają nadmierną presję na system bankowy, powodując recesję i problemy na rynkach walutowych. Inni wskazywali, że restrykcyjnej polityce pieniężnej musi towarzyszyć korekta fiskalna, w przeciwnym razie okaże się nieskuteczna. System stałego kursu walutowego był powszechnie postrzegany jako błąd w polityce pieniężnej w krajach dotkniętych kryzysem. Poważnym błędem w polityce było domniemane ubezpieczenie stałego kursu walutowego, które sygnalizowało gwarancję przed stratą kursową. Przewidywalne, nominalne stopy procentowe zachęcały do zaciągania niezabezpieczonych pożyczek zagranicznych, nie tylko przez indywidualnych inwestorów, ale również przez banki, które pozyskiwały krótkoterminowe

³⁵ J. Furman, J.E. Stiglitz, *Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia*, „Brookings Papers on Economic Activity” 1998, nr 29(2), s. 1–136; R.P. Flood, O. Jeanne, *An interest rate defence of a fixed exchange rate?*, „IMF” 2000, nr 159, s. 1–19; A. Lahiri, C.A. Végh, *Delaying the Inevitable: Optimal Interest Rate Policy and Balance of Payments Crises*, „NBER Working Paper” 2000, nr 7734, s. 1–57.

finansowanie i udzielały długoterminowych kredytów. Wszystkie kraje ASEAN utrzymywały kurs walutowy powiązany z dolarem amerykańskim. Czternaście lat wcześniej rząd Tajlandii ustalił kurs wymiany tajskiego bata na dolara amerykańskiego na poziomie 24,70 bata za jednego dolara. Kiedy dolar zaczął się umacniać w 1995 r., waluty azjatyckie podążyły za nim, zwłaszcza w relacji do jena. Umocnienie walut krajów ASEAN częściowo tłumaczy spadek eksportu w 1996 r. Tajski bat był powiązany z dolarem amerykańskim na zbyt wysokim poziomie. Wraz z ryzykiem kursowym przejętym przez bank centralny, różnica w stopach procentowych wywołała napływ zarówno inwestycji długoterminowych, jak i krótkoterminowych. Krajowym przedsiębiorstwom było taniej pożyczać kapitał z rynków zagranicznych, niż z krajowego systemu finansowego. W rezultacie doszło do nie zrównoważonej akumulacji krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego. Istnieje wiele przyczyn, dla których rządy azjatyckie zdecydowały się na utrzymanie stabilnego kursu wymiany. Po pierwsze, stały kurs walutowy stanowił kotwicę dla krajowego poziomu cen. Poziom inflacji był stosunkowo niski w latach 1980–1996. Po drugie, zdolność do utrzymania stabilnego kursu walutowego była postrzegana przez rządy jako sygnał wiarygodności polityki gospodarczej. Po trzecie, instrument ten był wykorzystywany do utrzymania konkurencyjności eksportu i zachęcania do napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych w okresie wysokich napływów kapitału.

Doświadczenia krajów ASEAN z końca lat 90. jasno pokazują, jak istotne jest prowadzenie przemyślanej i elastycznej polityki gospodarczej. Sztywne trzymanie się stałego kursu walutowego, przy jednoczesnym braku odpowiedniego nadzoru nad rynkami finansowymi, doprowadziło do destabilizacji systemów bankowych i nadmiernego zadłużenia zagranicznego. Reakcje kryzysowe pokazały również, że skuteczność polityki pieniężnej zależy od jej spójności z polityką fiskalną oraz od transparentności działań rządów. Wyciągając wnioski z przeszłości, państwa regionu zaczęły dostrzegać potrzebę głębszych reform instytucjonalnych oraz większej odporności na globalne wstrząsy finansowe.

Bibliografia

Abella M., *Implications of the Asian Currency Crisis on Labour Migration in the Region*, Paper presented at the Workshop on International Migration and Labour Markets in Asia, 29–30 January 1998, Tokyo.

- Adams C., Semblat R., *Economic Integration in East Asia: Options for Currency Arrangements and Policy Implications*, Paper presented at the Conference on Deepening Financial Arrangements in East Asia, 24–25 March 2002, Beijing.
- ADB Institute (ADBI), *Asia: Responding to Crisis*, Asian development Bank Institute, Tokyo 1998.
- Ahmed, S., Loungani, P., (*External shocks and output fluctuations in Asian economies*, [w:] A.W. Hoffmaister, J.E. Roldós (red.), *Understanding the Asian Contagion*, 1998.
- Allen F., *Bubbles, crises, and policy*, „Oxford Review of Economic Policy” 1999, nr 15(3), s. 9–18.
- ASEAN, *Macroeconomic Outlook, 1997–1998* (Djakarta), ASEAN Academic Press, ASEAN Secretariat, 1998).
- Asian Development Bank, *Study on Monetary and Financial Cooperation in East Asia (Summary Report)*, May 2002.
- Azis I.J., *Indonesia: The role of institutional weakness in the crisis*, [w:] idem, *The politics of the economic crisis in Asia: Consensus and controversies*. Carnegie Endowment for International Peace, 1999.
- Aziz J., Caramazza F., Salgado R., *Currency Crisis: In Search of Common Elements*, „IMF” 2000, nr 67, s. 2–55.
- Balassa B., *The theory of economic integration*, London 1962.
- Barrell R., Choy A., *Economic Integration and Openness in Europe and East Asia*, A paper presented at the ASEM Symposium on Multilateral and Regional Economic Relations, Tokyo, March 2003.
- Bayoumi T., *A Formal Model of Optimum Currency Areas*, „IMF Staff Papers. International Economies” 1994, nr 41(4), s. 537–554.
- Bayoumi T., Eichengreen B., *One Money or Many? Analysing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World*, „Princeton Studies in International Finance” 1994, nr 76, s. 1–44.
- Bayoumi T., Mauro P., *The Suitability of ASEAN for a Regional Currency Arrangement*, „IMF” 1999, nr 162, s. 2–24.
- Berg A., *The Asia crisis: Causes, Policy Responses, and Outcomes*, „IMF” 1999, WP/99/138, s. 3–62.
- Berger W., Wagner H., *Spreading Currency Crisis: The role of Economic Interdependence*, „IMF” 2002, nr 144, s. 2–20.
- Blanchard O., Quah D., *The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances*, „American Economic Review” 1989, nr 79(4), s. 655–673.
- Boyd J.H., De Nicoló G., Smith B.D., *Crisis in Competitive Versus Monopolistic Banking Systems*, „IMF” 2003, nr 188, s. 2–38.
- Buiter W.H., *A “Gold standard” isn’t viable unless supported by sufficiently flexible monetary and fiscal policy*, „NBER Working Paper” 1986, nr 1903.

- Burnside C., Eichenbaum M., Rebelo S., *Prospective deficits and the Asian currency crisis*, „Journal of Political Economy” 2001, nr 109(6), s. 1155–1197.
- Calvo G.A., Reinhart C.M., *Fear of Floating*, „NBER” 2000, nr 7993, s. 1–62.
- Cerra V., Saxena S.Ch., *Did Output Recover from the Asian Crisis?*, „IMF” 2003, nr 48, s. 2–25.
- Chaipravat O., *Regional Resource Provision Arrangements for Enhanced Monetary and Financial Cooperation in East Asia*, Prepared for ADB’s Technical Assistance on „Study on Monetary and Financial Cooperation in East Asia” 2002.
- Chan K., Ngiam K.J., *Currency Interchangeability Arrangement Between Brunei and Singapore*, „Singapore Economic Review” 1992, nr 37, s. 21–33.
- Chang R., Velasco A., *Liquidity crises in emerging markets: Theory and policy*, „FRB Atlanta Working Paper” 1999, nr 9915.
- Chow H.K., Kim Y., *A Common Currency Peg in East Asia? Perspective from Western Europe*, Seminar Paper, Department of Economics, National University of Singapore 2000.
- Cole H.L., Kehoe T.J., *Self-fulfilling debt crises*, Staff Report, 1998, nr 211.
- Collins C., Senhadji A., *Landing Boom, Real Estate Bubbles, and the Asian Crisis*, „IMF” 2002, nr 20, s. 2–45.
- Corden M., *Monetary Integration*, „Princeton Studies in International Finance” 1972, nr 93, s. 1–45.
- Crosby M., Otto G., *An Australia-New Zealand Currency Union?*, Paper presented at the International Conference on Financial Markets and Policies in East Asia, 4–5, September 2000, Canberra.
- Cuyvers L., *Contrasting the European Union and ASEAN integration and solidarity*, 2001.
- De Grauwe P., *Economics of Monetary Union*, Oxford: Oxford University Press 2000.
- De Grauwe P., *The Economics of Monetary Integration*, Oxford and New York: Oxford University Press 1997.
- De Ocampo R.F., *A Single Currency for Asia: Is It Time?*, Presented at the 37th ADB Annual Meeting, ADB Seminar: A Single Currency for East Asia – Lessons from Europe, 14 May 2004, Jeju Island, Korea.
- Dekle R., Kletzer K., *Domestic Bank Regulation and Financial Crisis: Theory and Empirical Evidence from East Asia*, „IMF” 2001, nr 63, s. 2–49.
- DeRosa D.A., *Regional Integration Arrangements: Static Economic Theory, Quantitative Findings and Policy Guidelines*, Virginia, USA 1998.
- Desai P., *Financial Crisis, Contagion, and Containment*, Princeton University Press 2003.
- Diamond D.W., Dybvig P.H., *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, „Journal of Political Economy” 1983, nr 91 (3), s. 401–419.
- Disyatat P., *Currency Crisis and Foreign Reserves: A Simple Model*, „IMF” 2001, nr 18, s. 2–23.

- Eichenbaum M.S., Rebelo S., *Hedging and financial fragility in fixed exchange rate regimes*, „FRB Chicago Working Paper” 1999, nr 11.
- Eichengreen B., Bayoumi T., *Is Asia an Optimum Currency Area? Can It Become One?*, [w:] S. Collignon, J. Pisani-Ferry, *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Counties*, London, Routledge 1999.
- Eichengreen B., *Hanging Together? On Monetary and Financial Cooperation in Asia*, Canter for International and Development Economics Research Paper 2001.
- Exchange rate policy in East Asia after the fall: How much have things changed?*, Monetary Authority of Singapore, 2000, <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1049007800000683> [dostęp: 19.11.2023].
- Fabella R., *Monetary Cooperation in East Asia: A Survey*, Asian Development Bank, WP nr 13, May 2002.
- Fischer S., *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*, „Journal of Economic Perspectives” 2001, nr 15(2), s. 3–24.
- Fischer S., *The International Financial System: Crises and Reforms*, Paper presented as Robbins Lectures at the London School of Economics, 29–30 October 2001, London.
- Flood R.P., Jeanne O., *An interest rate defence of a fixed exchange rate?*, „IMF” 2000, nr 159, s. 1–19.
- Forbes K.J., Rigobon R., *No contagion, only interdependence: Measuring stock market comovements*, „NBER” 1999, nr 7267.
- Frankel J., Rose A., *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, 1996.
- Fukuda H., *The theory of Optimum Currency Areas*, Keio University 2002.
- Furman J., Stiglitz J.E., *Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia*, „Brookings Papers on Economic Activity” 1998, nr 29(2), s. 1–136.
- Glick R., *Does Europe’s Path to Monetary Union Provide Lessons for East Asia?*, „FRBSF Economic Letter” 2005, nr 19, s. 1–3.
- Glick R., *Fixed or Floating: Is it Still Possible to Manage in the Middle?*, Paper presented at the International Conference on Financial Markets and Policies in East Asia, 4–5 September 2000, Canberra.
- Glick R., Rose A.K., *Contagion and trade: Why are currency crises regional?*, „NBER Working Paper” 1998, nr 6806.
- Goldfajn I., Valdés R.O., *Are currency crises predictable?*, „IMF” 1997, nr 97/159.
- Goto J., Kawai M., *Economic Interdependence and Cooperation in East Asia*, World Bank, Mimeo 2001.
- Henning R.C., *East Asian Financial Cooperation after the Chiang Mai Initiative*, Working Draft, Institute for International Economics, 2002.
- Hindriks J., Panes R., *Free Riding on Altruism and Group Size*, „Journal of Public Economic Theory” 2002, nr 4(3), s. 335–346.

- Ingram J.C., *The Case for European Monetary Integration*, „Essays in International Finance” 1973, nr 98, s. 1–33.
- International Monetary Fund (IMF) Factsheet – The IMF’s Response to the Asian Crisis 1999.
- Ito T., Narita K., *Stocktake of Institutions for Regional Cooperation*, Paper presented at the Conference on Deepening Financial Arrangements in East Asia, 24–25 March 2002, Beijing.
- Kamim S.B., *Identifying the Role of Moral Hazard in International Financial Markets*, Federal Reserve Board, December 2001.
- Kawai M., *East Asia’s Contribution to a Stable Currency System*, Paper presented at the Conference on „60 Years of Bretton Woods – Governance of the International Financial System – Looking Ahead”, 20–22 June 2004.
- Kawai M., *Exchange Rate Arrangements in East Asia: Lessons from the 1997-98 Currency Crisis*, Paper presented at the 10th International Bank of Japan Conference, „Exchange Rate Regimes in the 21st Century”, 1–2 July 2002.
- Kenen P., *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. Monetary Problems of the International Economy*, Chicago 1969.
- Kim T., Ryou J., Wang Y., *A Scheme for Preventing Future Asian Liquidity Crises*, Korea Institute for International Economic Policy 2000.
- Kochhar K., Loungani P., Stone M.R., *The East Asian Crisis: Macroeconomic Developments and Policy Lessons*, „IMF” 1998, nr 128, s. 2–55.
- Kojima K., *Japan and a Pacific Free Trade Area*, London 1971.
- Krugman P., *What happened to Asia?*, 1998, <https://www.bresserpereira.org.br/terceiros/cursos/Krugman-WhatHappenToAsia.pdf> [dostęp: 05.06.2023].
- Kumar M.S., Masson P., Miller M., *Global Financial Crisis: Institutions and Incentives*, „IMF” 2000, nr 105, s. 2–25.
- Kusukawa T., *Asian Currency Reform: The Option of a Common Currency Peg*, Fuji Research Paper No.13, Fuji Research Institute Corporation, March 1999.
- Kwan C., *The Economics of a Yen Bloc*, The Brookings Institution, Washington D.C. 2001.
- Kwan C., *The Yen, the Yuan, and the Asian Currency Crisis: Changing Fortune between Japan and China*. Asia/Pacific Research Center, Stanford University 1998.
- Kwan C.H., *The Theory of Optimum currency areas and the Possibility of Forming a Yen Bloc In Asia*, Nomura Research Institute, Mimeo 1998.
- Lahiri A., Végh C.A., *Delaying the Inevitable: Optimal Interest Rate Policy and Balance of Payments Crises*, „NBER Working Paper” 2000, nr 7734, s. 1–57.
- Lane T., Phillips S., *Does IMF Financing Result in Moral Hazard?*, „IMF” 2000, nr 168, s. 2–38.

- Langhammer R.J., *Sequencing Regional Integration and Monetary Cooperation in Asia. Are there Lessons from the EU?*, „Chulalongkom Journal of Economics” 2005, nr 17(1), s. 109–117.
- Lipsey R. G., *Successes and failures in the transformation of economics*, „Journal of Economic Methodology” 2001, nr 8(2), s. 169–201.
- Loayza N., Lopez H., Ubide A, *Sectoral Macroeconomic Interdependence: Evidence for Latin America, East Asia, and Europe*, „IMF” 1999, nr 11, s. 2–38.
- Madhur S., *Costs and Benefits of a Common Currency for ASEAN*, ADB, May 2002.
- Masson P.R., *Contagion: Monsoonal effects, spillovers, and jumps between multiple equilibria*, „IMF” 1998, nr 98/142, s. 1–32.
- McKinnon R., *After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected: An Interpretation of High-frequency Exchange Rate Pegging*, Paper presented at the 25th Federation of ASEAN Economic Associations Conference, 7–8 September 2000, Singapore.
- McKinnon R., *Exchange-Rate Coordination for Surmounting the East Asian Currency Crisis*, „Asian Economic Journal” 1998, nr 12(4), s. 317–329.
- Ministry of Finance, Japan, Executive Summary of Research Papers and Suggestion of Kobe Research Project, 2002.
- Mishkin F.S., *Understanding financial crises: A developing country perspective*, „NBER Working Paper” 1996, nr 5600, s. 1–65.
- Mistry P., *Coping with Financial Crises: Are Regional Arrangements the Missing Link?*, „Monetary and financial issues for the 1990s” 1999, nr 10, s. 93–116.
- Mndaca G., *Currency and financial crisis*, Oslo 2003.
- Monetary Authority of Singapore, *Exchange Rate Policy in East Asia After the Fall: How Much Have Things Changed?*, „Occasional Paper” 2000, nr 19.
- Mundell R., *A Theory of Optimum Currency Areas*, „American Economic Review” 1961, nr 51(4), s. 657–665.
- Mundell R., *Does Asia Need A Common Currency?*, „Pacific Economic Review” 2002, nr 7(1), s. 3–12.
- Nasution A., *Financial Cooperation and Integration in East Asia, Current State of the ASEAN+3 process beyond CMI and its challenges*, Paper presented at the Pacific Economic Cooperation Council XV Finance Forum Focus Workshop, 1 September 2003, Brunei Darussalam.
- Ngiam K.J., *Coping with the Asian Financial Crisis: The Singapore Experience*, [w:] Yu T. and D. Xu (red.), *From Crisis to Recovery: East Asia Rising again?*, World Scientific Singapore 2001.
- Ngiam K.J., *Financial and Monetary Cooperation in East Asia*, National University of Singapore, 2003.
- Ngiam K.J., Yuen H., *Monetary Cooperation in Asia: A Way Forward*, „Singapore Economic Review” 2001, nr 46, s. 211–246.

- Ngiam Kee Jin, *Financial and Monetary Cooperation in East Asia*, National University of Singapore (TIJ Research Publications Pte. Ltd.), 2003.
- Nordhaug K., *US Hegemony, Economic Integration and Monetary Regionalism in East Asia*, Aalborg University 2002.
- Obstfeld M., *Rational and selffulfilling balanceofpayments crises*, „American Economic Review” 1986, nr 76(1), s. 72–81
- Obstfeld M., Rogoff K., *The Mirage of Fixed Exchange Rates*, „Journal of Economic Perspectives” 1995, nr 9, s. 73–96.
- Ogawa E., Ito T., Sasaki Y., *On the Desirability of a Regional Basket Currency Arrangements*, [w:] Y. Park Y. Wang (red.), *Exchange Rate Regimes in Emerging Market Economies*, Korea Institute for International Economic Policy, 1999.
- Owen R., *Widening and Deepening of ASEAN*, Singapore 1998.
- Park S. H., *East Asian Economic Integration and Regionalism: Finding a Balance between Regionalism and Multilateralism*, „Korea Review of International Studies” 2001, nr 4(1), s. 125–145.
- Press Statement by the chairperson of the 9th ASEAN Summit and the 7th ASEAN + 3 Summit*, Bali, Indonesia, 7 October 2003, <https://asean.org/press-statement-by-the-chairperson-of-the-9th-asean-summit-and-the-7th-asean-3-summit-bali-indonesia/> [dostęp: 17.11.2023].
- Press Statement of the chairperson of the ASEAN + China Summit, the ASEAN + Japan Summit, the ASEAN + Republic of Korea Summit, and the ASEAN – India Summit*, Bali, Indonesia, 8 October 2003, <https://asean.org/press-statement-of-the-chairperson-of-the-asean-china-summit-the-asean-japan-summit-the-asean-republic-of-korea-summit-and-the-asean-india-summit-bali-indonesia/> [dostęp: 17.11.2023].
- Radelet S., Sachs J.D., *The East Asian financial crisis: Diagnosis, remedies, prospects*, „Brookings Papers on Economic Activity” 1998, nr (1), s. 1–90.
- Radelet S., Sachs J.D., *The Onset of the East Asian Financial Crisis*, „NBER Working Paper” 1998, nr 6680.
- Rana P., *Monetary and Financial Cooperation in East Asia – The Chiang Mai Initiative and Beyond*, Paper presented at the 2001 KIEP/NEAEF Conference on Strengthening Economic Cooperation in Northeast Asia, 16–17 August 2001, Honolulu.
- Rana P.B., *Monetary and Financial Cooperation in East Asia: The Chiang Mai Initiative and Beyond*, Asian Development Bank, February 2002.
- Rosamond B., *Regional Integration in Europe and Asia*, Asia–Europe Foundation / National University of Singapore (ASEF Summer School, 2001), 2001.
- Sharma S.D., *The Asian Financial Crisis: Crisis, Reform and Recovery*. Manchester University Press 2003.
- Shaun Narine, *Explaining ASEAN*, London 2002.

- Simmons B., *Who Adjusts? Domestic Sources of Foreign Economic Policy During the Interwar Years*, Princeton: Princeton University Press 1994.
- Singapore Department of Statistics, *Yearbook of Statistics*, 1999.
- Study on Monetary and Financial Cooperation in East Asia. Summary Report*, Asian Development Bank, May 2002.
- Tan K.S., *East Asia Exchange Rate Arrangements: Executive Summary*, Singapore Management University 2004.
- Tanner E., *Exchange Market Pressure, Currency Crisis, and Monetary Policy: Additional Evidence from Emerging Markets*, „IMF” 2002, nr 14, s. 2–53.
- Tornell A., *Reform from Within* „NBER Working Paper” 1998, nr 6497, s. 1–52.
- Ugat G., *The Philippines*, [w:] K. Bashar, W.Mollers (red.), *A Common Currency for East Asia: Dream or Reality?*, Asian Institute for Development Communication, Kuala Lumpur 2000.
- UNCTAD, *Exchange Rate Regimes and the Scope for Regional Cooperation*, [w:] *Trade and Development Report*, Chapter V, Genewa, 2001.
- Wang Y., Yoon D., *Searching for A Better Regional Surveillance Mechanism in East Asia*, KIEP Discussion Paper 02–01, Korea Institute for International Economics 2002.
- Wei S.J., Sievers S.E., *The Cost of Crony Capitalism*, [w:] W.T. Woo, J.D. Sachs, K. Schwab (red.), *The Asian Financial Crisis: Lessons for a Resilient Asia*, MIT Press, s. 91–102.
- Williamson J., *The Case for a Common Currency Basket Peg for East Asian Currencies*, [w:] S. Collignon, J. Pisani-Ferry, Y.C. Park, *Exchange rate Policies in Emerging Asian Countries*, London, Routledge 1999.
- Wyplosz C., *A Monetary Union in Asia? Some European Lessons*, „East Asian Economic Review” 2001, nr 5(2), s. 27–77.
- Yusof A.M., Azali M., *Asian money: In theoretical considerations*, [w:] *Theoretical Considerations*, Paper presented at the Conference on Korea and the World Economy.
- Zhang Z., *Speculative Attacks in the Asian Crisis*, „IMF” 2001, nr 189, s. 2–20.

KRYZYS FINANSOWY W AZJI W 1997 R. – PRZYCZYNY, MECHANIZMY, KONSEKWENCJE

Streszczenie

Niniejsze opracowanie ma na celu analizę przyczyn, mechanizmów oraz konsekwencji kryzysu finansowego w Azji w 1997 r. W artykule omówione zostaną główne teorie dotyczące kryzysów finansowych, specyfika sytuacji ekonomicznej w krajach azjatyckich przed kryzysem, a także czynniki wewnętrzne i zewnętrzne, które przyczyniły się do

jego wybuchu i rozprzestrzenienia. Ponadto przeanalizowane zostaną skutki kryzysu dla poszczególnych krajów regionu oraz podjęte próby naprawy sytuacji gospodarczej.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, kryzys azjatycki z 1997 r., globalna ekonomia, wskaźniki makroekonomiczne

THE 1997 ASIAN FINANCIAL CRISIS: CAUSES, MECHANISMS, CONSEQUENCES

Abstract

This study aims to analyze the causes, mechanisms, and consequences of the 1997 Asian financial crisis. The article will discuss the main theories concerning financial crises, the specific economic situation in Asian countries before the crisis, as well as the internal and external factors that contributed to its outbreak and spread. In addition, the effects of the crisis on individual countries in the region and attempts to repair the economic situation will be analyzed.

Keywords: financial crisis, Asian crisis of 1997, global economy, macroeconomic indicators