

**Mateusz Machaj**

## **KRYZYS AZJATYCKI 1997-1998 JAKO WSTĘP DO KRYZYSU FINANSOWEGO W ROKU 2007**

### **1. Wstęp**

Celem artykułu jest przypomnienie przyczyn kryzysu azjatyckiego z lat 1997-1998, a następnie wskazanie na jego podobieństwo do załamania na światowych rynkach w roku 2007. Kryzys azjatycki był jednym z wielu podobnych w historii gospodarczej, gdyż przebiegał według znanego, ustalonego w tego typu przypadkach schematu. Możemy jednak wyróżnić dwa istotne elementy, które świadczą o jego swoistości, a także o wadze dla późniejszych wydarzeń, jakich byliśmy świadkami w roku 2007. Po pierwsze, był to w zasadzie pierwszy przypadek głębokiego kryzysu na „wyłaniających się rynkach” (*emerging markets*), który pojawił się po kilkunastu latach rozpoczęcia światowej „polityki liberalizacji” sektora finansowego. Mogliśmy zaobserwować bezpośrednie działanie globalizacji kryzysów i rozlewu negatywnych efektów przy wystąpieniu poważnego załamania w jednym z prężnie rozwijających się regionów. Po drugie zaś, kryzys ten wpisał się w pamięć światowych rynków ze względu na to, iż pokazał jak organy władzy zamierzają zareagować w razie ewentualnego powtórzenia się tego typu zdarzenia.

### **2. Przyczyny i przebieg kryzysu**

Historia gospodarczego zatrzymania rynków azjatyckich przebiegała według sekwencji zdarzeń znanej z pieniężnej teorii cyklu koniunkturalnego<sup>1</sup>. Przed rokiem 1997 rozwijające się rynki Azji doświadczyły bezprecedensowego wzrostu gospodarczego, który nie był niestety w całości rezultatem zwiększonych oszczędności, lecz okazał się częściowo księgową sztuczką stymulowaną przez ekspansję pieniężną. Wraz z agresywną polityką monetarną i uruchomieniem szerokiej akcji kredyto-

<sup>1</sup> Kryzys dotyczył takich krajów jak Indonezja, Malezja, Filipiny, Korea Południowa i Tajlandia. Dotknął także Japonię, lecz ze względu na efekty zewnętrzne (V. Miller, *The double drain with a cross-border twist: more on the relationship between banking and currency crises*, „The American Economic Review” 1998, vol. 88, no. 2). Japonia nie miała tak chwiejnego systemu finansowego, który krótko omówimy poniżej.

wej, gwałtowny rozwój dotknął w pierwszej kolejności rynek finansowy, czyli aktywów, a następnie rynek nieruchomości<sup>2</sup>. Udzielanie wsparcia finansowego ze strony rozrastającego się sektora pożyczkowego sprzyjało ogromnemu boomowi budowlanemu, a hipoteka na zyskujących na wartości nieruchomościach miała zabezpieczać ściągalność zobowiązań<sup>3</sup>. Taka akcja pożyczkowa nie pozostaje bez wpływu na giełdę, a jej konsekwencją jest powstanie „bańki” aktywów<sup>4</sup>.

Po jakimś czasie jednak okazało się, że notowany w księgach wzrost nie jest rezultatem powstrzymywania przez społeczeństwo konsumpcji i zwiększania przez to wydatków inwestycyjnych. Dodatkowe środki pieniężne na boom cenowy pochodziły bowiem z akcji kredytowej, potwierdzanej wyraźnym wzrostem szerokich agregatów pieniężnych (*broad monetary aggregates*) i procentowego zadłużenia sektora prywatnego<sup>5</sup>. Moment urealnienia pokazał, że rynek nieruchomości i rynek aktywów nie zyskały trwale na wartości – ich wycena nie opierała się na szacowanych przyszłych strumieniach osiąganych z ich produktywnego wykorzystania – lecz jedynie tymczasowo w wyniku niezwykle łagodnej polityki pieniężnej. Ich cena osiągała zdecydowanie przeszacowane rozmiary, ponieważ była podbijana nowymi pieniędzmi wpływającymi na rynek ze strony pochopnie działających banków, a nie przez rozsądne decyzje inwestorskie, oparte na oczekiwanych przychodach z rozsądnie inwestowanego kapitału<sup>6</sup>.

Zasadne w tym miejscu wydaje się pytanie, dlaczego taka akcja w ogóle została uruchomiona, skoro nasze rozważania pokazują, iż można było przewidzieć jej fatalne skutki. Po części trywialna odpowiedź na to pytanie brzmi, że inwestorzy, kredytodawcy i kredytobiorcy po prostu nie spodziewali się, że taka polityka nie jest na dłuższą metę do utrzymania i zostanie ostro skorygowana przez prawa ekonomii działające w „długim okresie”. Realia gospodarcze są takie, że zwiększanie podaży

<sup>2</sup> S. Radelet, J.D. Sachs, *The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects*, „Brookings Papers on Economic Activity” 1998, no. 1, s. 25.

<sup>3</sup> N. Kiyotaki i J. Moore pokazują w swojej pracy, jak interakcja między limitami kredytowymi a wartością aktywów staje się kanałem transmisji wpływającym na pozostałe sektory gospodarki (N. Kiyotaki, J. Moore, *Credit cycles*, „The Journal of Political Economy” 1997, vol. 105, no. 2).

<sup>4</sup> F. Allen, D. Gale, *Bubbles and crises*, „The Economic Journal” 2000, vol. 110, no. 460, s. 236, 239. Nie oznacza to w żadnym wypadku, że całość azjatyckiego wzrostu gospodarczego była sztuczna. Zupełnie przeciwnie, jak pokazują R.R. Nelson i H. Pack, gospodarki azjatyckie od roku 1960 doświadczały zdrowego i trwałego wzrostu, powodowanego różnymi czynnikami fundamentalnymi, np. ze względu na wysoką stopę akumulacji kapitału połączoną ze zmianami strukturalnymi w wielkości firm i ich specjalizacji. W końcu nawet po kryzysie poziom życia w tych krajach jest dużo wyższy niż w Ghanie czy Meksyku – a kraje te miały w 1960 r. podobny poziom życia jak „tygrysy azjatyckie” (R.R. Nelson, H. Pack, *The Asian miracle and modern growth theory*, „The Economic Journal” 1999, vol. 109, no. 457, s. 416). Linia ubóstwa w rejonie azjatyckim spadła w sposób imponujący (J. Furman, J.E. Stiglitz, *Economic crises: evidence and insights from East Asia*, „Brookings Papers on Economic Activity” 1998, no. 2, s. 10).

<sup>5</sup> G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini, *What caused the Asian currency and financial crisis?*, Japan and the World Economy vol. 11(3), Elsevier 1999, s. 27-28.

<sup>6</sup> S. Heffernan, *Kryzys finansowy w Azji Południowo-Wschodniej, 1997-1998*, [w:] S. Heffernan, *Nowoczesna bankowość*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 519-520.

pieniądza nie jest w stanie wywołać trwałej poprawy dobrobytu; może jedynie przez kilka lat wprowadzić iluzję ogólnej prosperity<sup>7</sup>. Niewiedza aktorów rynkowych nie może być jednakże jedynym wytłumaczeniem. Ich nieodpowiedzialne zachowanie musi być również tłumaczone zjawiskiem „pokusy nadużycia” (*moral hazard*).

Sam termin „pokusy nadużycia” kojarzony jest z publikacją K. Arrowa (1963), który wskazał, jak ubezpieczanie klientów może w szczególnych przypadkach prowadzić do podejmowania przez nich bardziej ryzykownych działań, niż gdyby takiego ubezpieczenia nie było. Koncepcję pokusy nadużycia można zdecydowanie rozszerzyć na zakres jakichkolwiek form ubezpieczania, także w postaci gwarancji, a zwłaszcza gwarancji ze strony instytucji państwowych, które w powszechnym mniemaniu (co jest zresztą zgodne z ekonomicznymi realiami) są w stanie pozyskać praktycznie nieograniczone fundusze na rzecz wsparcia upadających inwestycji i przedsięwzięć<sup>8</sup>. W sytuacji gdy rząd gwarantuje spłatę pożyczek i finansowe wsparcie, łatwo pojawia się zjawisko *overborrowing*, czyli pożyczania ponad możliwości<sup>9</sup>.

Dlatego całkiem zasadne jest mówienie o pokusie nadużycia w przypadku boomu na rynkach azjatyckich sprzed okresu nagłego załamania w roku 1997<sup>10</sup>. Krajowe instytucje bankowe miały gwarantowane wsparcie ze strony sektora państwowego. Praktyka pokazała jednak, że te gwarancje nie są w stanie zdziałać cudów i nie zatrzymają nadchodzącego kryzysu. Niemniej jednak istnienie takiego zabezpieczenia nieuchronnie wpływa na postępowania zarówno kredytodawców, jak i kredytobiorców, dużo bardziej skłonnych do budowania pokerowych portfeli inwestycyjnych. A zatem obniżone stopy procentowe, stymulujące boom, były rezultatem zarówno ekspansji pieniężnej (nowe pieniądze wpływały na rynek w postaci kredytów), jak i obniżenia czynnika ryzyka uwzględnianego przy udzielaniu pożyczek. Jeśli państwo gwarantuje inwestorom wypłacalność i spłatę kredytów (np. za pomocą interwencji banków centralnych), wtedy w wycenie tych kredytów premia za ryzyko ma tendencję do wyraźnego zmniejszania się, zwłaszcza w świetle wzrostu cen własności, który to wzrost nastąpił z końcem lat osiemdziesiątych<sup>11</sup>.

Proces ten nie był tylko i wyłącznie zjawiskiem związanym z rynkiem rozwijającym się. Zaangażowane w niego były nie tylko lokalne banki, ale przede wszyst-

<sup>7</sup> Na której oczywiście realnie mogą zyskać ci, którzy zdołają się wycofać przed nadchodzącą korektą.

<sup>8</sup> J.G. Hülsmann, *The political economy of moral hazard*, „Politická ekonomie” February 2006.

<sup>9</sup> Jak na ironię autorzy tezy o „nadpożyczaniu” podają przykład krajów azjatyckich – jakoby pokazywał, iż jednak nie we wszystkich takich sytuacjach musi występować korekta. R. I. McKinnon, H. Pill, *Credible economic liberalizations and overborrowing*, „The American Economic Review” 1997, vol. 87, no. 2, s. 189.

<sup>10</sup> Jak stwierdza P. Krugman, pokusę nadużycia można tu opisać grą inwestora „reszka – wygram, orzeł – przegrywa podatek”. P. Krugman, *What happened to Asia?*, <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>, 1998 (data dostępu 28.06.2008).

<sup>11</sup> H.J. Edison, P. Luangaram, M. Miller, *Asset bubbles, leverage and 'lifeboats': elements of the East Asian crisis*, „The Economic Journal” 2000, vol. 110, no. 460, s. 312-314.

kim zagraniczni inwestorzy. I tutaj również kluczowa była polityka pieniężna prowadzona przez te kraje, ponieważ utrzymywano sztywny kurs między lokalnymi walutami a dewizami<sup>12</sup>. To oznaczało, że ryzyko kursowe było przerzucone w całości na instytucje publiczne, czyli banki centralne. I stąd kolejna pokusa nadużycia i bodziec do podejmowania bardziej ryzykownych decyzji. Skoro bank centralny gwarantuje swoimi operacjami i dewizami sztywne kursy, to krajowe banki mogą pozyskiwać z zagranicy pożyczki w dolarach (w czasie gdy była to silna waluta) i nie przejmować się zmianami kursów. Z drugiej strony zagraniczni posiadacze kapitału również nie muszą się bać inwestowania na rynkach rozwijających się, ponieważ przy sztywnym kursie wszelkie przychody i koszty są w zasadzie sztywno przeliczane po znanym z góry kursie. W ten sposób pojawiły się dodatkowe pobudki – po stronie zarówno krajowych, jak i zagranicznych inwestorów – aby nie przejmować się zbytnio niebezpieczeństwami, skoro instytucje publiczne gwarantują parasol ochronny. Napływ kapitału zagranicznego w latach dziewięćdziesiątych wynosił w krajach azjatyckich od 6 do 13% PKB<sup>13</sup>.

W końcu jednak proces boomu nakręcanego pustym kredytem został zatrzymany, a w momencie urealniania się cen aktywów i nieruchomości doszło do kolejnej fazy cyklu koniunkturalnego, czyli kryzysu, oczyszczającego rynek z błędnych inwestycji. Nadchodząca korekta już początkowo odzwierciedlała się w spadku wartości banków<sup>14</sup>. Pojawiły się konsekwencje nadużyć, których dopuszczali się inwestorzy w trakcie boomu. Okazało się bowiem, że bank centralny wbrew oczekiwaniom i obietnicom nie jest w stanie czynić cudów. Niektórzy nazwali to wydarzenie „runem na bank centralny” – inwestorzy zagraniczni zaczęli po korekcie szybko wycofywać swój kapitał<sup>15</sup>. To wycofanie wymagało porzucenia lokalnych walut i wszelkich aktywów w nich zdenominowanych na rzecz dewiz. W wyniku przerzucenia się na dewizy i odpływu kapitału pojawiła się ogromna presja na deprecjację lokalnych pieniędzy i skokowy wzrost stóp procentowych. Banki centralne nie były w stanie utrzymać sztywnego kursu. Dewaluacja kursów sprawiła, że lokalne banki nagle znalazły się w poważnych tarapatach, ponieważ stało się coś, czego się nie spodziewały – nagle ich długi zaciągane w zagranicznych instytucjach znacznie się powiększyły. Sami zagraniczni inwestorzy też byli poszkodowani dewaluacją, ponieważ

<sup>12</sup> Nawet jeśli nie był utrzymywany konsekwentnie sztywny kurs, to z powodu tego, co G.A. Calvo i M.C. Reinhart nazywają „obawą przed upłynięciem”, był to kurs jakoś regulowany przez reżim monetarny. Owe *fear of floating* szczególnie dotyczy krajów rozwijających się, w tym właśnie tych objętych kryzysem z roku 1997-1998. G.A. Calvo, M.C. Reinhart, *Fear of floating*, „The Quarterly Journal of Economics” 2002, vol. 117, no. 2.

<sup>13</sup> S. Radelet, J.D. Sachs, wyd. cyt., s. 23-24.

<sup>14</sup> C. Burnside, M. Eichenbaum, S. Rebelo, *Prospective deficits and the Asian currency crisis*, „The Journal of Political Economy” 2001, vol. 109, no. 6, s. 1162-1163.

<sup>15</sup> B.C. Daniel, *A fiscal theory of currency crises*, „International Economic Review” 2001, vol. 42, no. 4, s. 970.

wymieniając pieniądze, uzyskiwali mniejszy kapitał niż wtedy, gdy lokalne waluty były mocne. Ten kryzys walutowo-finansowy pogłębił i przyspieszył kryzys na rynkach realnych<sup>16</sup>.

### 3. Załamanie a rynki światowe

Kryzys azjatycki dotknął przede wszystkim rynki rozwijające się, ale nie pozostał bez wpływu na silne gospodarki zachodnie. Część funduszy inwestujących na tych rynkach nagle musiała zacząć zamykać swoje pozycje, zmieniać portfel i pozyskiwać kolejny kapitał ze względu na utratę wartościowych aktywów<sup>17</sup>. Jeden przypadek, szczególnie lubiany przez współczesnych teoretyków finansów, to fundusz hedgingowy Long-Term Capital Management, który przez lata prosperity *emerging markets* zarabiał po kilkadziesiąt procent rocznie. LTCM urósł w oczach wielu do poziomu eldorado rynku finansowego. Z jednej strony jego szefem był doświadczony inwestor John Meriwether, z drugiej zaś w projekt zaangażowani byli nobliści z dziedziny ekonomii Robert Merton oraz Myron Scholes, którzy zbudowali model wyceny opcji umożliwiający zarabianie „pewnych” zysków za pomocą prostego arbitrażu, m.in. na rynkach obligacji. W dużym stopniu ponadczterdziestoprocentowe zyski osiągnęte przez LTCM były rezultatem inwestycji na rynkach Azji<sup>18</sup>.

Jak się jednak okazało, zaksięgowane na początku zyski mogą zostać bardzo łatwo zmienione w ogromne straty. Szczególnie jeśli fundusz hedgingowy operuje w dużym stopniu na dźwigni finansowej, która jednakże jest bronią obusieczną i pokażne zyski może zmienić w ogromne straty i nieuchronne bankructwo<sup>19</sup>. Taki też los miał czekać po kryzysie azjatyckim LTCM – jeden z najsłynniejszych inwestorów Warren Buffett przedłożył swoją propozycję wykupienia LTCM po dużo niższej cenie, niż można było się spodziewać parę lat wcześniej. Propozycja Buffetta od-

<sup>16</sup> Podkreśliśmy w tym miejscu, że kryzys nie był samospełniającą się prognozą, tzn. jego przyczyną nie była nagle zmiana preferencji inwestorów i gwałtowne reakcje wycofania kapitału. Zanim inwestorzy zaczęli pozbywać się lokalnych walut, wartość usług bankowych w Korei, na Filipinach, w Tajlandii i Malezji zaczęła spadać. Co więcej, mimo iż te kraje nie doświadczyły groźnego na pierwszy rzut oka deficytu budżetowego, to jednak perspektywiczny deficyt wynikający z obietnic wsparcia banków wydawał się wyraźny (C. Burnside, M. Eichenbaum, S. Rebelo, wyd. cyt., s. 1157). O tym, jak kryzys finansowy i walutowy stają się „bliźniaczymi kryzysami”, m.in. na przykładzie Azji, zob. G.L. Kaminsky, C.M. Reinhart, *The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems*, „The American Economic Review” 1999, vol. 89, no. 3.

<sup>17</sup> Japońskie banki na przykład posiadały ponad połowę długu tajskiego i blisko jedną trzecią indonezyjskiego (V. Miller, wyd. cyt., s. 441).

<sup>18</sup> Całą historię LTCM, który po jakimś czasie okazuje się kolosem na glinianych nogach, opisuje wydana na polskim rynku książka N. Dunbara, *Alchemia pieniądza. Historia Long-Term Capital Management i mitów z nim związanych*, Liber, Warszawa 2000.

<sup>19</sup> Autorzy jednej z analiz (H.J. Edison, P. Luangaram, M. Miller, *Asset bubbles, leverage and ‘lifeboats’: elements of the East Asian crisis*”, „The Economic Journal” 2000, vol. 110, no. 460, s. 329-330) podają, że chociaż dźwignia wynikająca z oficjalnej księgowości LTCM wynosiła 27, to w rzeczywistości (uwzględniając pozaksięgowe operacje) mogła osiągnąć nawet 250!

zwierciadlała warunki rynkowe i naturę recesji, w trakcie której dochodzi do bankructw, upłynnienia majątku i przejmowania go dużo taniej przez kolejnych inwestorów<sup>20</sup>. Można nawet pokusić się o stwierdzenie, że w trakcie recesji najbardziej nagradzany jest zdrowy rozsądek i rozważa inwestycyjna. Penalizowana natomiast jest zuchwałość, nieroztropność inwestorów, szczególnie tych, którzy operując na wysokiej dźwigni, całkowicie deprecjonują czynniki ryzyka. Krótko mówiąc, najbardziej w trakcie recesji ukarani zostają ci, którzy ulegli pokusie nadużycia.

LTCM mógł być kolejnym ryzykownym funduszem, który upada i zostaje przejęty przez następnego inwestora w ramach sektora prywatnego. Jednakże amerykańskie władze postanowiły do tego nie dopuścić. To wydarzenie należy uznać za precedens w krótkiej historii zliberalizowanego światowego rynku kapitałowego. Po raz pierwszy od 1984 r. amerykańska Rezerwa Federalna postanowiła wspomóc finansowo upadającą instytucję, w tym wypadku LTCM<sup>21</sup>. Stąd najważniejszy bank centralny na świecie zdawał się otwierać furtkę doktrynie *too big to fail* („zbyt duży, by upaść”), zgodnie z którą najważniejsze władze państwowe nie dopuszczają do tego, aby jakaś wielka instytucja finansowa mogła zbankrutować.

#### 4. Skutki interwencji władz po roku 1998 a kryzys w roku 2007

Nietrudno rzecz jasna przewidzieć konsekwencje tego kroku. Przyczyny kryzysu azjatyckiego, a wraz z nimi przyczyny poważnego kapitałowego uszczerbku, który dotknął instytucje spoza Azji, leżały głęboko w architekturze finansowej – architekturze, w ramach której instytucje publiczne wspierają pośrednio projekty gospodarcze, biorąc na siebie jednocześnie ryzyko takich działań. Tymczasem ryzyko jest jednym z istotniejszych elementów gospodarowania i również powinno być na rynku wyceniane<sup>22</sup>. W momencie gdy banki centralne decydują się brać to ryzyko na siebie lub sugerują wyraźnie rynkom, iż zamierzają je na siebie wziąć w razie kłopotów, wtedy pokusa nadużycia wydaje się nieunikniona. Niestety w momencie pojawienia się załamania finansowego zamiast radykalnie uciąć źródło problemów i wysłać wyraźny sygnał rynkom, iż państwa nie zamierzają wspierać lekceważącego inwestowania, instytucje publiczne wysłały sygnał odwrotny – jeśli dojdzie do podobnych kłopotów, wtedy najważniejsze narzędzia, włącznie z amerykańskim bankiem centralnym, zostaną uruchomione, by ratować tych nierozważnych.

<sup>20</sup> K. Dowd, *Too big to fail? Long-Term Capital Management and the federal reserve*, Cato Institute Briefing Paper no. 52, 1999, s. 5.

<sup>21</sup> K. Dowd, wyd. cyt., s. 10. Oprócz tego same instytucje publiczne w Azji starały się bezskutecznie wtłaczać płynność w usychający sektor finansowy (S. Radelet, J.D. Sachs, wyd. cyt., s. 28).

<sup>22</sup> M.S. Scholes po porażce LTCM pisał o konieczności budowy odpowiednich modeli ryzyka (dotychczasowo lubiany VaR nie sprawdzał się w kryzysowych sytuacjach). Należy jednak również pamiętać o tym, że nie chodzi tylko o modele ryzyka, lecz także o to, kto je ponosi. M.S. Scholes, *Crisis and Risk Management*, „The American Economic Review” 2000, vol. 90, no. 2, s. 20-21.

Nie ma zatem nic dziwnego, że taka reakcja władz nie spowoduje zniwelowania przyczyn, które leżały u podstaw kryzysu azjatyckiego z 1997 roku. Wprost przeciwnie, logika podpowiada nam, że poprowadzi to do efektów dokładnie przeciwnych. Ponieważ źródłem kryzysu było prowokowanie nierozwagi inwestycyjnej i ponieważ w momencie pojawienia się kłopotów państwa dały wyraźny sygnał, że nie trzeba będzie ponosić konsekwencji popełnionych błędów, to instytucje finansowe będą jeszcze bardziej prowokowane do tego, aby nie przejmować się ryzykiem i niepewnością wynikającymi z inwestowania.

Po wystąpieniu azjatyckiego załamania, które zatrzęsło nie tak dawno zliberalizowanym rynkiem finansowym, ryzykowne inwestycje, opierające się na pokusie nadużycia, zaczęły rosnąć w siłę. Najlepszym tego przykładem jest niedawny boom mieszkaniowy w Stanach Zjednoczonych, który został wsparty ekspansywną polityką kredytową oraz obniżania stóp procentowych. Dodatkowo stworzono specjalne instrumenty pochodne i narzędzia sekurytyzacyjne, które umożliwiły bankom częściowe przerzucenie ryzyka na spółki parapaństwowe i „spółki specjalnego przeznaczenia”<sup>23</sup>. W efekcie USA doświadczyły bezprecedensowego w historii świata wzrostu zadłużenia prywatnego. W oparciu o te pożyczki wyemitowano mnóstwo papierów wartościowych i zaangażowano kapitały z całego świata. Niestety przeprowadzona ekspansja kredytowa, wraz z obniżką stóp procentowych do szokująco niskich wielkości, nie różniła się niczym od przypadku azjatyckiego sprzed paru lat. Aktualny kryzys na rynku amerykańskim zatem odbija się nie tylko lokalnie, lecz także odczuwalny jest na całym świecie. Dokładnie tak jak było to w przypadku kryzysu azjatyckiego. Co więcej, teraz, po wystąpieniu kryzysu w 2007 r., amerykański bank centralny rozpoczął unikatowe, nieznane wcześniej operacje wykupywania „obligacji śmieciowych” (*junk bonds*), których wartość wynikała z opłacalności rynku nieruchomości (ostatnio wykupuje także kredyty studenckie). Interweniował również w przypadku bankructwa banku inwestycyjnego Bear Stearns. Tak więc polityka ZDuBU („zbyt duży, by upaść”) zaczyna mieć coraz szersze zastosowanie<sup>24</sup>.

## 5. Podsumowanie

Gdyby dostrzeżono i należycie przeanalizowano zjawisko kryzysu azjatyckiego z lat 1997-1998, wydaje się, że kryzys z roku 2007 byłby do uniknięcia. Sprawa Azji Południowo-Wschodniej sprzed dziesięciu lat mogła być dobrą lekcją dla wszyst-

<sup>23</sup> Nie pomogły nawet regulacje publiczne banków (dotyczące systemu bazylejskiego), co wyraźnie sugeruje, że pokusa nadużycia nie jest rezultatem braku państwowej kontroli i regulacji, lecz ma dużo bardziej fundamentalne przyczyny. W przypadku Azji być może rzeczywiście kontrola regulacyjna była relatywnie niewielka, niemniej jednak nie można tego samego powiedzieć o amerykańskich instytucjach.

<sup>24</sup> Niniejszy tekst jest składany do druku już po nacjonalizacji AIG, Fannie Mae, Freddy Mac, po tym jak Ben Bernanke rozszeszył ponownie linię kredytową banku centralnego i w trakcie prac nad planem wydania przez Kongres 700 mld dolarów na wsparcie Wall Street.

kich inwestorów. Niestety zamiast tego zintensyfikowano negatywne tendencje w światowej gospodarce i spowodowano kolejny sztuczny boom gospodarczy, stwarzający iluzję powszechnego dobrobytu. Na nieszczęście aktualne zachowanie instytucji publicznych i władz nie pozwala na optymistyczne nastawienie, a sugeruje raczej, iż jeśli historia miałaby nas czegokolwiek nauczyć, to tego, że niczego nie uczymy się z historii. Wszystko wskazuje na to, że obecne działania amerykańskiego banku centralnego zwiastują nadejście w przyszłości kolejnych jeszcze poważniejszych problemów niż te, które dotychczas widzieliśmy.

## Literatura

- Allen F., Gale D., *Bubbles and crises*, „The Economic Journal” 2000, vol. 110, no. 460.
- Arrow K., *Uncertainty and the welfare economics of medical care*, „American Economic Review” 1963, no. 53 (3).
- Burnside C., Eichenbaum M., Rebelo S., *Prospective deficits and the Asian currency crisis*, „The Journal of Political Economy” 2001, vol. 109, no. 6.
- Calvo G.A., Reinhart C.M., *Fear of floating*, „The Quarterly Journal of Economics” 2002, vol. 117, no. 2.
- Corsetti G., Pesenti P., Roubini N., *What caused the Asian currency and financial crisis?*, Japan and the World Economy vol. 11(3), Elsevier 1999, s. 305-373.
- Dowd K., *Too big to fail? Long-Term Capital Management and the federal reserve*, Cato Institute Briefing Paper no. 52, 1999 .
- Dunbar N., *Alchemia pieniądza. Historia Long-Term Capital Management i mitów z nim związanych*, Liber, Warszawa 2000.
- Edison H.J., Luangaram P., Miller M., *Asset bubbles, leverage and 'lifeboats': elements of the East Asian crisis*, „The Economic Journal” 2000, vol. 110, no. 460.
- Furman J., Stiglitz J.E., *Economic crises: evidence and insights from East Asia*, „Brookings Papers on Economic Activity” 1998, no. 2.
- Heffernan S., *Kryzys finansowy w Azji Południowo-Wschodniej, 1997-1998*, [w:] S. Heffernan, *Nowoczesna bankowość*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Hülsmann J.G., *The political economy of moral hazard*, „Politická ekonomie”, February 2006.
- Kaminsky G.L., Reinhart C. M., *The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems*, „The American Economic Review” 1999, vol. 89, no. 3.
- Kiyotaki N., Moore J., *Credit cycles*, „The Journal of Political Economy” 1997, vol. 105, no. 2.
- Krugman P., *What happened to Asia?*, <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>, 1998.
- McKinnon R.I., Huw. P., *Credible economic liberalizations and overborrowing*, „The American Economic Review” 1997, vol. 87, no. 2.
- Miller V., *The double drain with a cross-border twist: more on the relationship between banking and currency crises*, „The American Economic Review” 1998, vol. 88, no. 2.
- Nelson R.R., Pack H., *The Asian miracle and modern growth theory*, „The Economic Journal” 1999, vol. 109, no. 457.
- Radelet S., Sachs J.D., *The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects*, „Brookings Papers on Economic Activity” 1998, no. 1.
- Scholes M. S., *Crisis and Risk Management*, „The American Economic Review” 2000, vol. 90, no. 2.



## 1997-1998 ASIAN CRISIS AS A PRELUDE TO 2007 FINANCIAL CRISIS

### Summary

Had the 1997-1998 Asian Crisis been properly analyzed, it appears that the crisis from 2007 could have been avoided. The case of South-East Asia ten years ago could have been a great lesson for all the investors. Unfortunately instead of teaching that lesson the authorities intensified negative tendencies in the world economy and stimulated another unsustainable boom which created the illusion of overall prosperity. Unfortunately the current behaviour of public institutions and authorities does not make one an optimist, but rather gloomily suggests that “if history taught us something, it would be that we do not learn from history”. Everything indicates that current actions taken by the Fed herald other even more serious problems than those, which we are currently dealing with.

---

**Mateusz Machaj**, mgr, doktorant Instytutu Nauk Ekonomicznych Wydziału Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego.