

Szymon Mazurek

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

ZJAWISKO POKUSY NADUŻYCIA I JEGO ROLA PODCZAS KRYZYSU AZJATYCKIEGO W 1997 ROKU

1. Wstęp

Wydarzenia, które miały miejsce latem 1997 r. w Tajlandii, Indonezji, Korei Południowej, Malezji oraz na Filipinach¹, zaskoczyły (mniej lub bardziej) większość ludzi mających cokolwiek wspólnego z ekonomią: począwszy od graczy giełdowych, spekulantów i inwestorów, a na politykach i ekonomistach skończywszy. Rynek finansowy tych krajów załamał się w ciągu zaledwie kilku miesięcy, choć we wskaźnikach makroekonomicznych na próżno było szukać zwiastunów załamania. Inwestorzy i spekulanci, dla których Daleki Wschód był gospodarczym rajem, cudem końca XX wieku, wpadli w panikę i uciekli w popłochu, pozostawiając tamtejsze gospodarki właściwie „wypłukane” z kapitału. Za jedną z przyczyn kryzysu (choć nie bezpośrednią) uznaje się tzw. azjatycki model kapitalizmu, wcześniej chwalony jako pozytywny wzorzec połączenia pracowitości obywateli, nowoczesności gospodarki i wsparcia państwa, a po kryzysie utożsamiany głównie ze zjawiskiem pokusy nadużycia (*moral hazard*).

2. Przebieg i źródła kryzysu azjatyckiego

Średni wzrost PKB „tygrysów azjatyckich” w latach 1990-1996 wynosił ok. 8% rocznie. Jednak już na początku 1998 r. prognozy wzrostu na ten rok zostały drastycznie zrewidowane: z 8 na -15% dla Indonezji, z 6 na -7% dla Tajlandii, z 8 na -3% dla Malezji, z 6 na -4% dla Korei Południowej oraz z 6 na 2% dla Fili-

¹ Jest to tzw. azjatycka piątka (*Asian-5*).

pin². Oznaczało to koniec azjatyckiego cudu gospodarczego, którego mogliśmy być świadkami przez ostatnich kilkanaście lat.

Załamanie finansowe dotknęło najpierw Tajlandię. Tam już w roku 1996 można było zauważyć pewne oznaki słabości. Tempo wzrostu PKB znacznie osłabło (spadło z 8 do 5%), zmniejszyła się wartość eksportu, rynek nieruchomości i giełda przeżywały trudny okres, a deficyt publiczny się powiększał. Sytuacja instytucji finansowych nie była najlepsza, czemu rząd, pomimo podjęcia kilku prób, nie był w stanie zaradzić. Wszystko to złożyło się na spadek zaufania inwestorów do rynku, co bezpośrednio przekładało się na rozpoczęcie (powolnego jeszcze) wycofywania kapitałów. Szokiem dla finansistów było jednak dopiero wycofanie w 1997 r. gwarancji rządowych dla największej tajskiej instytucji finansowej Finance One. Stało się jasne, że kondycja rynku finansowego nie jest najlepsza, a bliższa analiza działań instytucji tam zaangażowanych wskazywała, że problemy są większe niż wszyscy przypuszczali. Na reakcję nie trzeba było długo czekać: latem odpływ kapitału zagranicznego z Tajlandii osiągnął przerażającą skalę³. Rynek walutowy pogrążył się w chaosie. Presja na tajskiego batha (w połączeniu z wcześniejszą grą spekulacyjną na tej powiązanej z dolarem walucie) była tak ogromna, że rząd musiał wprowadzić ograniczenia dewizowe, a także płynny kurs walutowy i pozwolić na dewaluację waluty narodowej w stosunku do dolara⁴.

Podobny charakter polityki gospodarczej w krajach azjatyckich oraz podobne problemy strukturalne, w połączeniu z paniką, która wybuchła wśród inwestorów i spekulantów, spowodowały, że krach walutowy rozprzestrzenił się po sąsiadujących z Tajlandią gospodarkach niezwykle szybko. Wszędzie konieczne było upłynnianie kursów, wiążące się ze znacznymi spadkami wartości walut krajowych. Paniki nie były w stanie powstrzymać dobre wskaźniki ekonomiczne regionu, w których utrzymanie nikt już nie wierzył. Opóźnienia i błędy w reformach strukturalnych krajów azjatyckich były faktem, więc załamanie walutowe szybko przekształciło się w krach giełdowy i kryzys bankowy. Upadek banków, przez które przepływał zagraniczny kapitał napędzający realną sferę gospodarki „tygry-

² Te czarne prognozy, cytowane przez Glicka ([7] za *Asia-Pacific Consensus Forecasts* z czerwca 1997 r. oraz lipca 1998 r.), na szczęście się nie spełniły. Jednak ich wielkość świadczy wyraźnie o rozmiarach pesymizmu dotyczącego przyszłości regionu. Według danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (*Global Repercussion of the Asian Crisis and Other Issues*, IMF 1998), prezentowanych przez Chrabonszczewską [3], największy spadek PKB w roku 1998 zanotowała Indonezja (-5%). Malezja i Filipiny uzyskały umiarkowany wzrost (ok. 2%). Jedynym krajem „azjatyckiej piątki”, w którym PKB obniżył się już w roku 1997, była Tajlandia (-0,4% w 1997 r. oraz -3,1% w 1998 r.).

³ W całym roku 1997 odpływ kapitału zagranicznego z Tajlandii osiągnął wielkość 10% PKB (zob. *World Economic Outlook 1997*, IMF, Washington 1997).

⁴ Kurs batha do dolara spadł o ok. 33% (zob. [3]).

sów”, odciął konglomeratom i czebolom⁵ źródła finansowania ich ryzykownych inwestycji, wywołując falę bankructw. Ponieważ eksport (główny motor napędowy boomu gospodarczego tego regionu) już od początku 1996 r. wykazywał tendencję spadkową⁶, nikt nie miał złudzeń co do dalszego rozwoju wypadków. Kryzys gospodarczy (już nie tylko finansowy) był faktem.

Załamanie gospodarki „azjatyckich tygrysów” było niemałym zaskoczeniem. Nawet ci nieliczni, którzy już pod koniec roku 1996 wskazywali na możliwość wystąpienia problemów, przewidywali co najwyżej niewielkie osłabienie wzrostu gospodarczego w tym regionie. Prawie nikt nie sądził, że kryzys będzie na tyle silny, że załame rynek walutowy i giełdowy, zatrząse posadami sektora finansowego i przerwie (nieustający, jak się do tej pory wydawało) wzrost aktywności modelowych gospodarek „wschodzących”. To, co się stało, miało jednak swoje przyczyny, choć można się spierać, na ile możliwe było przewidzenie recesji.

Ogólne wskaźniki gospodarcze z lat dziewięćdziesiątych dla „azjatyckiej piątki” nie pozwalały sądzić, że ich gospodarki funkcjonują nie tak, jak powinny. Wzrost gospodarczy był wzorcowy (i nie do wyobrażenia dla większości innych krajów), inflacja osiągnęła niski, jak na standardy krajów rozwijających się, poziom (poniżej 10%) i nadal spadała, a największą stopę bezrobocia – na poziomie 8% – odnotowały Filipiny (dla reszty krajów wskaźnik ten nie przekraczał w 1996 r. 4,5%). Takich osiągnięć można było tylko zazdrościć. Doceniali je przede wszystkim inwestorzy zagraniczni, bez obawy lokujący tam swoje kapitały (stopa inwestycji osiągnęła średnio wartość 30-40% PKB⁷). Niewątpliwym sukcesem gospodarczym umożliwił rządowi prowadzenie „spokojnej” polityki gospodarczej: budżety znajdowały się generalnie w równowadze lub nawet na plusie, nic nie wskazywało także na nadmierną ekspansję monetarną.

Mniej więcej od roku 1995 pojawiły się jednak problemy związane ze spowolnieniem dynamiki eksportu⁸, aprecjacja walut krajowych powiązanych systemem sztywnych kursów z dolarem⁹ oraz rosnącym deficytem na rachunku obrotów bie-

⁵ Pojęcie „czebol” (*cheabol*) pochodzi od koreańskiego słowa o zabarwieniu pejoratywnym, oznaczającego „panisko”. Obecnie określa się tym mianem ogromne koreańskie struktury handlowo-przemysłowe przedsiębiorstw, które posiadają wzajemnie swoje akcje i są często zarządzane przez rodzinę lub inną wąską grupę ludzi. Zakres działalności tych konglomeratów jest niezmiernie szeroki: od wytwarzania igieł, przez produkcję zaawansowanej technologicznie elektroniki, aż po budowę okrętów. Do największych czebolów należą: Hyundai, Samsung, LG, Daewoo.

⁶ Przede wszystkim za sprawą wysokiej ceny dolara na rynkach międzynarodowych, która (przy powiązaniu walut azjatyckich z dolarem) spowodowała, że eksport tego regionu przestał być konkurencyjny.

⁷ *Annual Report 98*, Bank of International Settlements, 1998.

⁸ W 1996 r. eksport Tajlandii zmniejszył się o 1% (po dwóch latach wzrostu przekraczającego 20%). W Korei Płd. wzrósł o 4% (w 1995 roku wzrost ten wynosił 30%), a w Malezji o 6% (w 1995 r. o 26%) [7].

⁹ W okresie od 1994 do 1997 roku aprecjacja w krajach „azjatyckiej piątki” przekroczyła 15% (wyjątkiem była Korea, gdzie aprecjacja nie przekroczyła poziomu 12%) [7].

zących¹⁰. Żaden z tych czynników nie był na tyle silny, aby spowodować załamanie, jednak przyczyniły się one niewątpliwie do większego „uwrażliwienia” gospodarek azjatyckich na mogące się pojawić zaburzenia. Za najważniejsze przyczyny takiego stanu rzeczy można uznać: gwałtowną aprecjację dolara w stosunku do jena i walut europejskich (począwszy od lata 1995 r.), która pociągnęła za sobą pogorszenie konkurencyjności eksportu krajów azjatyckich o walutach sztywno powiązanych z walutą amerykańską; stagnację gospodarki japońskiej i związane z tym zmniejszenie azjatyckiego eksportu do tego kraju oraz pogorszenie sytuacji w przemyśle nowych technologii (głównie dotyczy to załamania na rynku półprzewodników)¹¹. Nie bez znaczenia jest również fakt „cichego” zdobywania coraz mocniejszej (bardziej konkurencyjnej) pozycji na rynku międzynarodowym przez Chiny, które zaczęły silnie i efektywnie konkurować z innymi krajami azjatyckimi w takich branżach, jak tekstylia czy elektronika.

Można się spierać, na ile inwestorzy zagraniczni negatywnie oceniali opisane wyżej tendencje, wydaje się jednak raczej niemożliwe, by nagle uznali sytuację makroekonomiczną Azji za powód do wycofania swoich kapitałów. Tym bardziej, że na rynkach finansowych wciąż królował optymizm, karmiąc się atmosferą sukcesu, wręcz cudu, „tygrysi” gospodarek. Jak pisze Glick¹², „Inne gospodarki wschodzące, jak Chile i Peru, również miały deficyt obrotów bieżących przekraczający w 1996 r. 4% PKB. [...] Co więcej, stopień aprecjacji walut azjatyckich w latach dziewięćdziesiątych był mniejszy niż ten obserwowany wcześniej podczas krachu walutowego Meksyku, gdzie aprecjacja sięgnęła 40% pomiędzy 1988 i 1994 rokiem.” Także McKibbin i Martin [17] wykazują wyraźnie, że ani pogorszenie *terms of trade*, ani aprecjacja dolara nie mogą być uznane za bezpośrednie źródła kryzysu. Aczkolwiek nie można stwierdzić, że te jak najbardziej negatywne tendencje nie przyczyniły się do spotęgowania skutków kryzysu, kiedy ten stał się faktem.

Kolejną sferą, w której można się doszukiwać przyczyn kryzysu, jest sektor finansowy krajów azjatyckich. Instytucje finansowe i banki są newralgicznym elementem gospodarek rozwijających się, gdyż to właśnie przez nie następuje przepływ zagranicznych kapitałów, które napędzają inwestycje, a co za tym idzie – wzrost gospodarczy. A kraje Azji Południowo-Wschodniej cieszyły się ogromnym zainteresowaniem inwestorów zagranicznych. Jak wskazuje Oręziak [18, s. 24], „w okresie przed kryzysem do krajów południowoazjatyckich trafiała niemal połowa ogółu kapitałów kierujących się do krajów rozwijających się”. W latach 1991-1995 do Tajlandii napłynęło 92 mld USD, do Korei Płd. 75 mld USD, do Malezji 28 mld USD, a do Indonezji 26 mld USD [15]. Napływ kapitału zagranicznego do „azja-

¹⁰ Deficyt na rachunku obrotów bieżących wynosił w roku 1996 od -3,7% PKB w Korei do -7,9% PKB w Tajlandii [15].

¹¹ Znaczna nadprodukcja przyczyniła się do spadku cen półprzewodników i układów scalonych nawet o 80%. Zob. *Annual Report 97*, Bank of International Settlements, 1997.

¹² Zob. [7].

tyckiej piątki” w roku 1996 osiągnął wielkość ok. 8% PKB tych państw¹³. Ta wzmożona aktywność inwestorów zagranicznych wynikała bezpośrednio z założeń polityki ekonomicznej prowadzonej w krajach azjatyckich. Liberalizacja przepływów kapitałowych (popierana przez MFW) umożliwiła zarówno bezproblemowy napływ funduszy z zewnątrz (inwencja inwestorów zagranicznych), jak i stosunkowo łatwy dostęp do zagranicznych kredytów przez podmioty krajowe (inwencja inwestorów krajowych). Wysokie stopy procentowe (jak pisze Oręziak [18, s. 26] „potrzebne do utrzymania określonego poziomu kursów między [...] walutami [krajowymi] a dolarem”) potęgowały jeszcze ten efekt: kapitał zagraniczny przynosił tu większe dochody niż w kraju pochodzenia, a kredyty zagraniczne były dla przedsiębiorców azjatyckich tańsze od miejscowych. Ryzyko kursowe postrzegano jako minimalne (w końcu rządy prowadziły politykę kursu sztywnego, powiązane go z dolarem), więc inwestycje (i pożyczki) uważano za wolne od skutków zmian cen walut¹⁴.

Ogromne środki finansowe napływające do azjatyckich tygrysów nie niosłyby ze sobą większego zagrożenia (wręcz przeciwnie: mogłyby umożliwić kolejnych kilka lat intensywnego rozwoju), gdyby nie postępująca „korozja” systemu finansowego w tym regionie. Pomiedzy instytucjami finansowymi, bankami, przedsiębiorstwami i rządem istniała bowiem rozbudowana sieć powiązań o różnym charakterze, często niewidocznych dla osób niewtajemniczonych¹⁵. Niewystarczający nadzór i właściwy brak kontroli nad rynkiem finansowym w połączeniu z „przychylnością” rządu, na który (jak sądzono) będzie można liczyć w razie niepowodzenia, spowodowały, że instytucje obracające ogromnymi środkami zaczęły angażować się w ryzykowne interesy. Źle zarządzane firmy, mające mocne „plecy” na wyższych szczeblach politycznej drabiny, otrzymywały ogromne kredyty. Na wskaźniki ryzyka inwestycyjnego nie zwracano uwagi, jeśli tylko przewidywane (bez względu na to, jak mało prawdopodobne) zyski były odpowiednio wysokie. Banki, dysponujące zazwyczaj małym kapitałem własnym, licząc na półoficjalną „opiekę” rządową, zaciągały zagraniczne pożyczki po to, aby udzielać droższych kredytów w kraju. Kredytowy boom trwał w najlepsze: liczba udzielanych kredytów szybko rosła, a ich jakość równie szybko się pogarszała. Nie dość, że banki udzielały pożyczek na przedsięwzięcia skazane na porażkę (szacuje się, że liczba złych kredytów stanowiła ponad 15% wszystkich udzielonych w tamtym okresie), to jeszcze angażowały się mocno w handel nieruchomościami (ok. 30% kredytów było powiązanych z zakupem nieruchomości) oraz w spekulacje innymi aktywami.

Wszystkie nadużycia istniejące w azjatyckim systemie finansowym wytworzyły bardzo niebezpieczną sytuację. Pod warstwą euforii i ogromnych pieniędzy

¹³ Zob. *World Economic Outlook 1997*, IMF, Washington 1997.

¹⁴ Większość kredytów zaciąganych przez podmioty azjatyckie nie była ubezpieczona, co znacznie spotęgowało efekt załamania kursów walut po ich upłynięciu w momencie krachu.

¹⁵ Glick określa je jako scentralizowane powiązania „poza sceną” (*centralized and behind-the-scenes relationships*) [7].

kryły się poważne problemy. Inwestorzy zaufali niesprawnym instytucjom, na które scedowali selekcję i kontrolę kredytobiorców [18]. Nadzór kulał, selekcja nie była przeprowadzana rzetelnie i kilkanaście procent pożyczek właściwie przepadło. Niestety, tak sporej „dziury” w finansach nie można zbyt długo ukrywać. Sytuacja stawała się coraz bardziej napięta; w końcu ktoś musiał się zorientować, że „tygrysy” nie są w tak dobrej kondycji, jak sądzono. Grunt pod kryzys przygotowały zarówno rządy „azjatyckiej piątki” (pozwalając na niejasne powiązania polityczno-gospodarcze, udzielając nieoficjalnych gwarancji, nie dbając o właściwą kontrolę banków i instytucji finansowych oraz dopuszczając do nadmiernego zadłużenia gospodarki za granicą), jak i inwestorzy, którzy (licząc na wysokie zyski) angażowali swoje kapitały, nie posiadając dostatecznych informacji lub przymykając oczy na niezbyt pomyślne dane¹⁶.

3. Zjawisko pokusy nadużycia (*moral hazard*)

Słabość systemu finansowego „azjatyckiej piątki” była sceną kryzysu gospodarczego. Z drugiej strony sama strukturalna niemoc (choć niewątpliwie była jednym ze źródeł kryzysu) nie zdecydowała o formie załamania, jaką przybrało ono w Azji. Można przypuszczać, że krach nie byłby tak silny i dotkliwy w skutkach (zarówno dla inwestorów, jak i gospodarek), gdyby uczestnicy rynku zauważyli wcześniej słabość instytucji finansowych. Większa rezerwa i dystans do „azjatyckiego cudu gospodarczego” stanowiłyby niewątpliwie pewien wentyl bezpieczeństwa, przez który uciekałaby część euforii pompującej spekulacyjny balon. W Azji stało się jednak inaczej.

Specyfika słabości instytucji finansowych Azji Południowo-Wschodniej, która spowodowała, że inwestorzy ją przeoczyli lub nie uznali za niebezpieczną, leżała w tym, że marnotrawstwo funduszy było z pozoru niewidoczne¹⁷. Bardzo trafne wydaje się w tym miejscu określenie Balcerowicza, który ogół stosunków i powiązań zachodzących pomiędzy rządem, instytucjami finansowymi oraz podmiotami gospodarczymi (najczęściej ogromnymi państwowo-prywatnymi konglomeratami) nazywa „trójkątem bermudzkim” [1]. Nie da się ukryć, że pieniądze, które znalazły się w ramach tego trójkąta, zniknęły. W większej części jednak nie były one rozkradane ani nie trafiały do prywatnych kieszeni – to zauważono by natychmiast. Cechą charakterystyczną „trójkątów bermudzkich” był po prostu

¹⁶ Kwestia „przejrzystości rynku” jest w przypadku kryzysu azjatyckiego niezmiernie ważna i trudna. Warto zauważyć, że największe agencje ratingowe (Fitch IBCA, S&P, Moody’s i inne) właściwie dopiero w momencie wybuchu kryzysu obniżyły swoje oceny dla krajów Azji Południowo-Wschodniej. Po wybuchu kryzysu inwestorzy zagraniczni zarzucali azjatyckim elitom politycznym zatajanie istotnych informacji na temat kondycji systemu finansowego. Trudno jednak uwierzyć, że nie zdawali oni sobie sprawy z zasad funkcjonowania „azjatyckiego modelu kapitalizmu”.

¹⁷ W przeciwieństwie np. do Rosji, gdzie o fatalnym stanie sektora finansowego i gospodarki wiedzieli wszyscy, więc do działań na tamtym rynku podchodzono z większą rezerwą.

brak motywacji do ich efektywnego inwestowania. Wynikało to z szeregu warunków, na których opierały się relacje funkcjonujące w „azjatyckim modelu kapitalizmu”. Zależności te dobrze opisuje P. Krugman [12], konstruując model oparty na pokusie nadużycia.

Zjawisko pokusy nadużycia przebiegało w Azji w sposób następujący. Przede wszystkim przez kilkanaście lat wytwarzało się w tamtejszych gospodarkach przekonanie o patronacie państwa (rządu) nad funkcjonowaniem dynamicznie rozwijającej się gospodarki. Mecenat ten przejawiał się w bezpośredniej obecności państwa w realnej sferze gospodarki (konglomeraty, czebole, banki państwowe), grupowym kształtowaniu stosunków gospodarczych (pomiędzy przedsiębiorstwami, pracownikami i inwestorami), w oficjalnych lub nieoficjalnych gwarancjach dla instytucji finansowych oraz w koneksjach politycznych. To przekonanie o opiece państwa nad rynkiem finansowym, poparte dotychczasowymi doświadczeniami (było jasne, że rządy zrobią wszystko, żeby nie dopuścić do jakichkolwiek potknięć na drodze gospodarczego „cudu”), z czasem udzieliło się także inwestorom zagranicznym. Pożyczali więc pieniądze azjatyckim bankom i instytucjom finansowym bez obaw, tak jakby udzielone kredyty były w pełni gwarantowane przez państwo. Niestety, pośrednicy finansowi, do których te środki docierały, myśleli również w podobny sposób, a to pozbawiło ich motywacji do rzetelnej oceny projektów i inwestycji, które finansowali. Tę niefrasobliwość (wywołaną mniej lub bardziej formalnym zaangażowaniem rządu na rynku) Krugman prezentuje na prostym przykładzie. Załóżmy, że istnieją dwa projekty i wybieramy ten, w który zainwestujemy 100 milionów USD. O pierwszym (A) wiemy, że bez względu na okoliczności przyniesie 107 milionów USD. Drugi (B) da nam 120 milionów USD, jeśli warunki będą sprzyjające, ale tylko 80 milionów USD, gdy się nie powiedzie. Ponieważ mamy prawo przypuszczać, że założenia pesymistyczne i optymistyczne są tak samo prawdopodobne, wartość oczekiwaną drugiego projektu (B) oceniamy na 100 milionów USD. Jest ona zatem o 7 milionów USD mniejsza niż wartość oczekiwana inwestycji pierwszej (A), więc racjonalny (modelowo obiektywny i neutralny) inwestor prawdopodobnie by jej nie sfinansował (wybrałby przedsięwzięcie A). Całkiem inaczej zachowuje się jednak instytucja, która ma poczucie, że nieudane posunięcia sfinansuje gwarant. Z jej punktu widzenia większość inwestycji jest korzystna: na sukcesie zarabia, a na porażce nie traci (pokrywa je „patron”). W ten sposób gwarancja staje się bodźcem do wyboru inwestycji bardziej ryzykownych, o odpowiednio wysokich ewentualnych zyskach, nawet jeśli ich wartość oczekiwana jest bardzo mała [12].

Podobne zachowania przekładają się także na obrót papierami wartościowymi oraz ziemią. Jeśli można przypuszczać, że przyszła cena aktywów (lub ziemi) wyniesie 25 z prawdopodobieństwem $2/3$ lub 100 z prawdopodobieństwem $1/3$, to inwestor modelowy będzie skłonny kupić je za maksymalnie: $(2/3) \times 50 + (1/3) \times 100 = 50$. Ponieważ jednak na rynku są gracze, których zobowiązania są gwarantowane, będą oni gotowi podbić cenę jeszcze wyżej – do poziomu 100 [12]. Ten

wzrost cen na rynku finansowym jest dużo wyższy niż można było przewidywać, więc zaczyna wywoływać euforię. Kolejni spekulanci coraz bardziej podbijają ceny, a wszystko to za pożyczone pieniądze.

Sprawa komplikuje się jeszcze bardziej i dodatkowo rozprzestrzenia w całej gospodarce, gdy podmioty posiadające aktywa o wyśrubowanych przez spekulację cenach zaczynają używać ich jako zabezpieczeń pod nowe pożyczki. Banki, udzielając w takich warunkach np. kredytów hipotecznych, pozostają w gruncie rzeczy pozbawione realnych i pewnych gwarancji wypłacalności kredytobiorców. Jeśli w końcu dochodzi do załamania i spadków cen, zaangażowanych środków nie sposób już odzyskać, a aktywa topnieją w zawrotnym tempie.

Nieformalne gwarancje rządowe odpowiadają jednak za zjawiska zachodzące tylko na dwóch bokach „trójkąta bermudzkiego”: pomiędzy rządem i instytucjami finansowymi oraz pomiędzy instytucjami finansowymi a przedsiębiorstwami. Trzeci bok (rząd – podmioty gospodarcze) charakteryzują powiązania polityczno-personalne. W literaturze angielskojęzycznej określa się je jako *crony capitalism*¹⁸, czego najbliższym polskim odpowiednikiem jest chyba pojęcie „klientelizmu”. W ramach tych powiązań dochodzi do spotęgowania efektu braku racjonalności zarządzania kapitałem. Kredyty bowiem udzielane są w kierunkach wskazanych bezpośrednio przez rządy, wykorzystujące do tego kontrolowane przez siebie banki. W ten sposób fundusze docierają do sektorów, branż i firm faworyzowanych politycznie bez względu na jakość ich funkcjonowania (np. ogromne konglomeraty i czebole, które zatrudniają tysiące osób, a na których upadek, z politycznego punktu widzenia, pozwolić nie można). Powiększa to tym samym sumę „złych kredytów” udzielanych w ramach całej gospodarki.

Kwestię klientelizmu w gospodarkach azjatyckim można jednak znacznie rozszerzyć. Po bliższym zastanowieniu nad zachowaniem inwestorów zagranicznych okaże się, że oni również zostali „klientami” azjatyckich polityków. Może nie stali się bezpośrednio częścią „trójkąta bermudzkiego”, ale nie da się ukryć, że ulegli nastrojowi prowadzenia biznesu, jaki dominuje w tej części świata. Nie przejmując się brakiem przejrzystości w relacjach sektor prywatny – władze publiczne, a czasem nawet to wykorzystując, „banki zagraniczne [...] udzielały pożyczek sektorowi prywatnemu, [...] przekonane, że rządy tych krajów w razie wystąpienia trudności przyjdą im z pomocą” [15]. Pokusa nadużycia nie dotyczyła więc tylko instytucji miejscowych, na większe zyski połakomiły się także instytucje zagraniczne. Panika wybuchła, gdy okazało się, że „kumpel” nie będzie w stanie ochronić przed stratami wszystkich swoich „klientów”...

¹⁸ *Crony* to w języku angielskim „kumpel”. *Crony capitalism* (czasem także w formie *cronyism*) w wolnym tłumaczeniu oznaczałby zatem „kapitalizm koleśiów” (podobnie do modnego ostatnio w Polsce określenia „republika koleśiów”). Zwrot ten używany był początkowo do opisu systemu politycznego funkcjonującego na Filipinach w okresie reżimu Ferdinanda Marcosa. Później zaczęto go odnosić do całego regionu Azji Południowo-Wschodniej. Zob. [9].

4. Pokusa nadużycia a panika na rynku finansowym

Pokusa nadużycia, wraz z całą gamą nieoficjalnych powiązań polityczno-biznesowych oraz nieformalnych gwarancji, zaciemniła obraz rzeczywistej sytuacji w gospodarkach azjatyckich. Czasem twierdzi się wręcz, że panika na rynku finansowym i kryzys były karą za ten stan rzeczy. Wydaje się jednak, że tego rodzaju stwierdzenia są przesadzone. Krugman pisze: „Jedyną odpowiedzią, która przynajmniej mnie wydaje się rozsądna, jest to, że kryzys nie był (głównie) karą za grzechy. Istniały w tych gospodarkach realne wady, ale główną wadą była ich wrażliwość na samonakręcającą się panikę” [13, s. 119]. Istnienie „trójkątów bermudzkich” do tej wrażliwości niewątpliwie się przyczyniło.

Potencjalnym czynnikiem wywołującym panikę w warunkach napięcia może być praktycznie każdy szczegół antycypowany przez graczy, począwszy od danych ekonomicznych, aż po zdarzenia polityczne. Ta ogromna wrażliwość rynku i gospodarki dla teorii ekonomii stanowi jednak problem niebywały: skoro nawet najmniejszy element może być zarzewiem załamania, trudno go znaleźć. Widać to wyraźnie po ilości wyjaśnień proponowanych w literaturze przedmiotu.

R. Glick doszukuje się źródła paniki w niezależnym od podstaw makroekonomicznych obniżeniu pewności rynkowej. Nadmierne zadłużenie podmiotów wyszło w końcu na jaw i inwestorzy uświadomili sobie, że pożyczkobiorcy nie będą w stanie spłacić swych długów. Nikt nie chce jednak w takim momencie zmienić warunków kredytowania (tak, aby przedsiębiorstwo było w stanie spłacić pożyczkę), gdyż nie ma pewności, że inni kredytodawcy również przystąpią do układu. W przypadku pożyczek zagranicznych (w ujęciu makro) ten rodzaj niepewności dotyczy uświadomienia sobie niewystarczającego na spłatę krótkoterminowych zobowiązań finansowych poziomu rezerw walutowych danego kraju [7].

Masowe wycofywanie się inwestorów z rynku może być również spowodowane uświadomieniem sobie niewystarczającej płynności instytucji finansowych, które nie będą w stanie pokryć swych zobowiązań [11]. W ramach kryzysu azjatyckiego ten rodzaj „zimnego prysznicza” mógł się wiązać z sygnałami braku możliwości utrzymania półoficjalnych gwarancji rządowych dla instytucji finansowych i przedsiębiorstw prywatnych¹⁹.

Nie bez znaczenia jest również sytuacja panująca na giełdach oraz efektywność funkcjonowania spółek na nich notowanych. Jeśli wśród inwestorów dochodzi do gwałtownego spadku oczekiwań dotyczących przyszłej rentowności inwestycji, ceny aktywów spadają, a to rodzi niepewność i pesymizm, jeśli nie od razu panikę. W przypadku „tygrysów azjatyckich” akcje (a także ceny ziemi) były przewartościowane, a efektywność inwestycji coraz mniejsza. Oznaczało to, że kapitał drożał, choć nie przynosił oczekiwanych zysków. Tendencja taka nie mogła utrzymać się zbyt długo [17].

¹⁹ Ten rodzaj paniki może (ewentualnie) być powstrzymany przez skuteczne działania pożyczkodawcy ostatejnej instancji. Zob. [7; 11].

Podobnych wyjaśnień gwałtownej reakcji inwestorów można znaleźć znacznie więcej. Wszystkie prowadzą, w gruncie rzeczy, do jednego wniosku: sytuacja na rynkach finansowych była oderwana od rzeczywistości i kiedy to spostrzeżono, wybuchła panika. Nie jest więc tak naprawdę zbyt istotne, co ujawniło słabość tkwiącą w azjatyckich strukturach finansowych. Z punktu widzenia analizy kryzysu wartościowsza wydaje się być odpowiedź na pytanie: jak doszło do tego, że słabości tej nie zauważono? Aby lepiej zilustrować sensowność takiego podejścia, posłużę się przykładem. Jeśli pijany kierowca powoduje wypadek samochodowy, co jest jego właściwą przyczyną? Czy naprawdę jest możliwych kilka odpowiedzi? Po pierwsze, kierowca był pijany. Jednak bycie pod wpływem alkoholu samo w sobie nie przekłada się bezpośrednio na zagrożenie wypadkiem. Żeby go spowodować, trzeba w takim stanie prowadzić samochód. Z drugiej strony kierowanie pojazdem po spożyciu alkoholu wiąże się nierozdzielnie z pewnymi konsekwencjami: można zasnąć, nie zauważyć istotnego szczegółu, dokonać nieprzewidzianego manewru. Bezsensownie jest więc winić pijanego kierowcę za to, że nie wyhamował w odpowiednim momencie – on po prostu nie miał szans wyhamować, bo nie kontrolował już swoich działań. Winić go natomiast można (i trzeba) za to, że po spożyciu alkoholu usiadł za kierownicą. Tu jest problem i właściwa przyczyna. Różnica w położeniu nacisku na poszczególne aspekty tego zdarzenia jest niezmiernie subtelna, ale istotna.

W analogicznej sytuacji znalazły się gospodarki „azjatyckiej piątki” i działający w nich inwestorzy zagraniczni. Jak już wspomniano, gdyby słabość strukturalna instytucji finansowych wyszła na jaw wcześniej, kryzys prawdopodobnie nie byłby tak drastyczny w skutkach. Lekka recesja czy przyhamowanie wzrostu byłyby, co prawda, nieuniknione, ale podstawy funkcjonowania gospodarek pozostałyby niezachwiane, a inwestorzy nie straciliby (jak się szacuje) 75% swoich portfeli [18].

W tym miejscu napotyka się jednak kolejny problem badawczy. W przypadku kryzysu w Azji widać wyraźnie, jak istotne jest rozróżnienie w analizach ekonomicznych pomiędzy tym, co widać *ex post*, a tym, co jest postrzegane przez uczestników rynku i polityków *ex ante*. Na problem ten zwracają uwagę Claessens, Djankov i Lang, pisząc [4]: „Wschodnioazjatycki kryzys finansowy przypisuje się po części słabym wynikom działalności i ryzykownej strukturze aktywów przedsiębiorstw. *Ex post* staje się jasne, że operacyjne efekty przedsiębiorstw naprawdę nie były tak «gwiazdne», jak wielu sądziło i w rzeczywistości wiązały się z inwestycjami wysokiego ryzyka. [...] Te kiepskie wyniki i ryzykowne konstrukcje portfeli firm wschodnioazjatyckich nie były jednak wyraźnie pokazywane przez obserwatorów piszących o Azji Wschodniej tuż przed kryzysem. Wręcz przeciwnie, przedsiębiorstwa te były uznawane za ważny element wschodnioazjatyckiego „cudu” i postrzegano je generalnie jako bardzo konkurencyjne i biegłe w wykorzystywaniu nowych możliwości rynkowych, a w konsekwencji przyciągające znaczne sumy kapitału zagranicznego”.

Jak to możliwe, że ani międzynarodowe agencje ratingowe, ani zagraniczne banki nie potrafiły właściwie ocenić sytuacji „azjatyckiej piątki”? Przyczyny mogą być co najmniej dwie: brak informacji (przejrzystości rynku) i/lub optymistyczna

euforia. Każda z nich wiąże się z winą jednej ze stron zaangażowanych w kryzys: niejasna sytuacja obarcza odpowiedzialnością miejscowych polityków, a zlekceważenie ryzyka w obliczu gospodarczego „cudu” to ewidentny błąd inwestorów. Nic więc dziwnego, że każda próba jednoznacznego rozstrzygnięcia tej kwestii wzbudza wielkie emocje i dyskusje. Premier Malezji Mohamad Mahathira o spowodowanie kryzysu oskarżył G. Sorosa oraz „handlarzy walutą i spekulantów” [15; 20]. Z kolei zdaniem J. Stiglitz (pierwszego wiceprezesa Banku Światowego), to właśnie zatajanie informacji przez władze krajów ogarniętych kryzysem nie pozwoliło na dokładną ocenę sytuacji [20].

5. Podsumowanie

Zjawisko pokusy nadużycia jest omawiane zazwyczaj w kontekście kryzysu azjatyckiego z roku 1997. Pojęcie to można jednak rozciągnąć na cały zakres niejasnych powiązań między światem gospodarki i polityki, z którymi ma do czynienia niemal każdy kraj świata. W tym znacznie szerszym kontekście *moral hazard* będzie oznaczać wszystkie te sytuacje, w których niejasne relacje czy nieoficjalne informacje zachęcać będą do podejmowania decyzji gospodarczych odbiegających od linii postępowania, którą można by uznać za racjonalną. O ile jednostkowo (z punktu widzenia danego podmiotu gospodarczego) takie działania mogą być tłumaczone wykorzystaniem nadszającej się okazji biznesowej, o tyle z punktu widzenia polityki gospodarczej dopuszczanie do funkcjonowania „trójkąłów bermudzkich” może rodzić realne zagrożenia – począwszy od pogorszenia klimatu inwestycyjnego, aż po rozdźwięk między antycypowanym a realnym stanem gospodarki.

Literatura

- [1] Balcerowicz L., *Trójkałt bermudzki*, „Wprost” 4 lutego 2001.
- [2] Chmielewski A., *Korzyści z globalizacji*, „Nowe Życie Gospodarcze” 1999 nr 4.
- [3] Chraboszczewska E., *Międzynarodowe organizacje finansowe wobec kryzysu azjatyckiego*, „Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Handlowej” 1999 nr 6.
- [4] Claessens S., Djankov S., Lang L., *East Asian Corporates: Growth, Financing and Risks over the Last Decade*, World Bank 1998.
- [5] Dieter H., *Crisis in Asia or Crisis of Globalisation?*, „Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation Working Papers” 1998 nr 15.
- [6] Glick R., Moreno R., *Money and Credit, Competitiveness, and Currency Crises in Asia and Latin America*, „Pacific Basin Working Paper Series” 1999 nr PB99-01.
- [7] Glick R., *Thoughts on the Origins of the Asia Crisis: Impulses and Propagation Mechanisms*, „Pacific Basin Working Paper Series” 1998 nr PB98-07.
- [8] Grabowski W., *Współczesne kryzysy finansowe i próby ich przewycięzania – rola systemu regulacji finansowych*, „Bezpieczny Bank” 1998 nr 4.
- [9] Higgott R., *The Politics of Economic Crisis in East Asia: Some Longer Term Implications*, „Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation Working Papers” 1998 nr 2.

- [10] Kaminsky G.L., *Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress*, „International Finance Discussion Papers” 1998 nr 629.
- [11] Kindleberger C. P., *Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, Wig-Press, Warszawa 1999.
- [12] Krugman P., *What Happened to Asia?*, MIT 1998.
- [13] Krugman P., *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*, PWN, Warszawa 2001.
- [14] *Kryzys – instytucjonalny czy gospodarczy?*, opr. A. Chmielewski, „Nowe Życie Gospodarcze” 1999 nr 4.
- [15] Liberska B., *Kryzysy finansowe w Meksyku i krajach Azji Południowo-Wschodniej*, „Ekonomista” 1999 nr 1/2.
- [16] Lutkowski K., *Mechanizm kryzysów walutowych w świetle ostatnich zakłóceń na międzynarodowych rynkach finansowych*, Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Handlowej 1999 nr 6.
- [17] McKibbin W., Martin W., *The East Asian Crisis: Investigating Causes and Policy Responses*, „Working Paper in Trade and Development” 1998 nr 6.
- [18] Oręziak L., *Liberalizacja przepływów kapitałowych a kryzys na rynkach wschodnich*, Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Handlowej 1999 nr 6.
- [19] Tober J., *Międzynarodowe przepływy kapitału a kryzysy finansowe*, „Bezpieczny Bank” 1998 nr 4.
- [20] Wojciechowski M., *Rok kryzysu*, „Nauka i Przyszłość” 1998 nr 12.

MORAL HAZARD DURING FINANCIAL CRISIS IN ASIA

Summary

Moral hazard refers to the belief that banks and large companies are effectively guaranteed by their governments and can be lent to at government rather than private risk. This mechanism played an essential role during financial crisis in Asia in 1997. Moral hazard, which causes irrational investment decisions, leads to the financial bubble burst, making the economy highly vulnerable to self-fulfilling crisis.