

Doraźne środki zaradcze w walce z kryzysem walutowym – z doświadczeń tygrysów azjatyckich

Temporary Remedial Measures in Fighting Currency Crisis – from the Experience of Asian Tigers

*Piotr Chmielowski**

Streszczenie

Artykuł poświęcony jest narzędziom wykorzystywanym do walki z kryzysem walutowym. Przedmiotem analizy jest kryzys azjatycki z 1997 r. i zarządzanie sytuacją kryzysową w pięciu krajach: Tajlandii, Korei Południowej, Indonezji, Malezji i na Filipinach. Rozdziały artykułu zawierają opisy doświadczeń poszczególnych krajów w stosowaniu danego środka zaradczego (m.in. interwencji na rynku walutowym, polityki pieniężnej, polityki fiskalnej). Ostatni rozdział prezentuje wnioski i przemyślenia, dotyczące potencjalnych korzyści oraz zagrożeń płynących z wybranej metody walki z kryzysem walutowym. Mogą być one pomocne dla decydentów odpowiedzialnych za rozwiązanie podobnych sytuacji kryzysowych w przyszłości.

Słowa kluczowe: bank, kryzys, kurs walutowy, stopy procentowe, władze

Abstract

The article is devoted to the instruments used to fight currency crises. The object of the analysis is the Asian crisis of the year 1997 and the management of the crisis situation in the following countries: Thailand, South Korea, Indonesia, Malaysia and the Philippines. Each section of the article describes experiences of analyzed countries from applying a given remedial measure (foreign exchange market intervention, monetary policy, fiscal policy). The closing part includes conclusions and reflections on potential advantages and threats resulting from the chosen method of fighting a currency crisis, which can be helpful for decision-makers responsible for resolving similar crisis situations in the future.

Keywords: bank, crisis, foreign exchange rate, interest rates, authorities

JEL: E44

W ciągu ostatnich trzech dekad w gospodarkach różnych krajów coraz częściej występowały zjawiska ekonomiczne, nazywane kryzysami walutowymi. Pojawiały się one w różnych okresach koniunkturalnych, na różnych kontynentach i w krajach będących na różnym etapie rozwoju gospodarczego. W odpowiedzi na te wydarzenia zaczęła powstawać obfita literatura, sukcesywnie uzupełniana nowymi studiami przypadków. Jednocześnie rozwinięto modele kryzysów walutowych, mające na celu wyjaśnienie tego zjawiska, określenie potencjalnego terminu wybuchu kryzysu i ewentualne zapobiegnięcie mu. W kanonie teorii kryzysów walutowych istnieją obecnie trzy rodzaje tego typu modeli: pierwszej generacji, drugiej generacji oraz tzw. modele współczesne, a przecież należy zakładać, że rzeczywistość dalej będzie nas zaskakiwać.

Celem niniejszego artykułu jest omówienie środków zaradczych zastosowanych w walce z kryzysem walutowym w krajach azjatyckich: Tajlandii, Korei Południowej, Filipinach, Malezji oraz Indonezji. Poszczególne części artykułu przedstawiają doświadczenia w stosowaniu danego narzędzia naprawczego przez władze opisywanych państw. Taka struktura umożliwi lepszą analizę porównawczą niż w przypadku oddzielnego opisywania sytuacji w każdym kraju. W końcowej części artykułu spróbujemy sformułować wnioski, które mogłyby posłużyć polskim decydentom w przypadku wystąpienia kryzysu walutowego.

Obrona kursu poprzez interwencję na rynku walutowym

Na początek Tajlandia. Od lata 1996 r. do połowy 1997 r. jej waluta była obiektem systematycznych ataków spekulacyjnych o różnej intensywności. Dominuje opinia, że decyzja o upłynnieniu kursu powinna zostać podjęta w sytuacji, gdy większość rezerw nie była jeszcze „zamrożona” w kontraktach typu *forward*. „Každy znawca pieniądza powie, że z chwilą, gdy sprawy doszły do takiego punktu, rządy muszą działać zdecydowanie, tak lub inaczej: albo wyraźnie zobowiązać się do obrony waluty za wszelką cenę, albo pozostawić ją samej sobie. Ale zazwyczaj rządowi bardzo trudno przychodzi podjęcie konkretnej decyzji. Podobnie jak to robiło wiele rządów w przeszłości i niewątpliwie wiele ich będzie robić w przyszłości, rząd Tajlandii czekał, a jego rezerwy się kurczyły (...)”. (Krugman 2001, s. 111). Niewystarczający poziom rezerw był także problemem w Indonezji. Oba kraje nie miały niestety możliwości pozyskania dodatkowego finansowania, które pozwoliłoby na odbudowanie rezerw i być może odwróciłoby bieg zdarzeń.

Inną możliwością było dokonanie dewaluacji i usztywnienie kursu na nowo. To rozwiązanie także miało małe szanse powodzenia, ponieważ poziom kursu możliwy do obrony w krótkim terminie byłby prawdopodobnie za niski, by go na trwałe usztywnić. Z tego względu wydaje się, że nie było żadnej alternatywy dla upłynnienia kursów zaatakowanych walut.

Po upłynnieniu bahta (2 lipca 1997 r.), a *de facto* dewaluacji jego kursu, Bank Tajlandii nie próbował już interweniować na rynku walutowym. Poziom rezerw walutowych był bowiem zdecydowanie niewystarczający do podjęcia takich działań, a ponadto bank centralny chciał, aby rynek sam wyznaczył nowy kurs równowagi. Zaraz po upłynnieniu wartości bahta spadła o 10% i utrzymywała trend spadkowy w kolejnych tygodniach. Do końca lipca baht osłabił się w stosunku do dolara amerykańskiego o dodatkowe 22%.

Po Tajlandii najsilniejsza presja na kurs waluty krajowej pojawiła się na Filipinach, gdzie władze utrzymywały praktycznie usztywniony kurs w stosunku do dolara amerykańskiego. W odpowiedzi na ataki spekulacyjne podjęto próby obrony kursu poprzez podwyżki stóp procentowych oraz silną interwencję na rynku walutowym, co miało na celu ustabilizowanie kursu wokół poziomu 26 PHP/USD. Ostatecznie jednak, po wydaniu około 1,5 mld USD rezerw i braku widocznych rezultatów tych działań, w dniu 11 lipca 1997 r. bank centralny zdecydował się na pozostawienie ustalania kursu peso siłom rynkowym. W następstwie upłynnienia kursu skoczył on do poziomu ponad 30 PHP/USD w sierpniu i do ponad 45 PHP/USD na początku 1998 r. (Intal 1998, s. 6).

Wskutek „efektu zarażania się” presja na deprecjację waluty pojawiła się także w Malezji. Spekulanci walutowi, licząc na dewaluację, zaczęli na masową skalę dokonywać krótkiej sprzedaży ringgita, który nie był zresztą oficjalnie usztywniony do dolara amerykańskiego. Rozpoczął się ponad tygodniowy okres zaciętej walki z „inwestorami krótkoterminowymi”. Krzywa rentowności się odwróciła. 8 lipca bank centralny Malezji został zmuszony do radykalnej obrony kursu ringgita. Po stwierdzeniu przez Bank Malezji, że zapasy środków przeciwnika są zdecydowanie ponad jego możliwości, oraz po upłynnieniu 11 lipca kursu filipińskiego peso załamanie się kursu ringgita było już tylko kwestią dni. Rzeczywiście – po weekendzie, 14 lipca Bank Malezji anulował nieoficjalnie usztywniony kurs do dolara amerykańskiego. Jedną z przesłanek tej decyzji było przekonanie, że dalsza obrona kursu doprowadziłaby do wyczerpania rezerw walutowych (Sasin, Dąbrowski 2001, s. 71), co mogłoby skutkować jeszcze większą deprecjacją ringgita w przyszłości. Po 10 dniach od upłynnienia kursu ringgita premier Malezji – dr Mahathir publicznie obarczył spekulantów odpowiedzialnością za kryzys

i zasugerował, że spekulowanie na walutach powinno zostać zakazane. Te stwierdzenia jeszcze mocniej podkopały zaufanie inwestorów do tego kraju, czego następstwem było przełamanie przez kurs ringgita psychologicznej bariery 3 MYR/USD i jego dalsza deprecjacja. W styczniu 1998 r. zostało osiągnięte dno na poziomie 4,5 MYR/USD.

Podobnie jak inne waluty regionu na początku lipca 1997 r. także indonezyjska rupia znalazła się pod silną presją. Początkowo Bank Indonezji rozszerzył dopuszczalne pasmo wahań z 8% do 12%. W przeszłości rozszerzanie pasma wahań przez bank centralny prowadziło do aprecjacji rupii, jednak tym razem kurs rupii spadł poniżej dolnej granicy pasma. Tę odmienną reakcję należy przypisać narastającym obawom uczestników rynku przed możliwym wybuchem kryzysu (Małecki, Sławiński 2001, s. 130). Bank Indonezji próbował bronić waluty krajowej, przeznaczając na ten cel 1,5 mld USD w ciągu miesiąca (Kupiecka 2003, s. 22). Interwencja okazała się nieskuteczna – kapitał nieustannie wypływał z kraju. 14 sierpnia Bank Indonezji uwolnił kurs rupii. W kolejnych dniach po upłynnieniu kursu indonezyjska waluta nadal traciła na wartości. W celu ograniczenia spekulacji Bank Indonezji wprowadził kwotowy limit dla nierezydentów na dokonywanie transakcji *forward* – mogli oni nabyć maksymalnie 5 mln USD w tego rodzaju transakcji. W listopadzie 1997 r. przeprowadzono wspólną interwencję Banku Indonezji, władz monetarnych Singapuru i Banku Japonii na indonezyjskim rynku walutowym. Uczestnicy zewnętrznych rynków odebrali to posunięcie pozytywnie, czego skutkiem było wzmocnienie się rupii z poziomu 3700 IDR/USD do 3200 IDR/USD – niestety tylko na krótko (Djiwandono 2000, s. 54).

Późnym latem 1997 r. międzynarodowi kredytodawcy zaczęli redukować swoją ekspozycję w stosunku do koreańskich instytucji finansowych. Wycofywanie się z krótkoterminowych linii kredytowych odzwierciedlało ich obawy o przyszłą sytuację finansową Korei i odporność jej systemu finansowego na ewentualne zarażenie się kryzysem od innych krajów regionu. W obliczu coraz większych trudności ze spłatą zagranicznych zobowiązań krótkoterminowych banki komercyjne zwróciły się do Banku Korei o wsparcie płynnościowe w walutach obcych. W okresie od października do listopada 1997 r. bank centralny ulokował około 20 mld USD oficjalnych rezerw jako depozyty w zagranicznych oddziałach krajowych instytucji finansowych, tym samym czyniąc te rezerwy bezużytecznymi w ewentualnej walce ze spekulantami. Mimo tych zabiegów obawy rynku pozostały – w ciągu ostatniego tygodnia listopada zużycie rezerw walutowych nasiliło się do poziomu 1–2 mld USD dziennie, czego wymownym skutkiem był ich stan na koniec miesiąca – 5 mld USD (możliwych

do użycia) (Balino, Ubide 1999, s. 31). Kurs wona koreańskiego został upłynniony 16 grudnia 1997 r., po czym jego wartość spadła w ciągu tygodnia z poziomu 900 KRW/USD do minimum wynoszącego 1 692 KRW/USD.

Polityka pieniężna – obusieczna broń

„W sytuacji, gdy spadają rezerwy walutowe, konieczność podniesienia stopy procentowej wydaje się bezsporna.(...) Nie jest to już jednak aż tak oczywiste, gdy zadłużenie przedsiębiorstw, a zwłaszcza zadłużenie zagraniczne, osiąga wysoki poziom” (Sławiński, Dusza 1998, s. 10). Dlatego też polityka pieniężna w czasie kryzysu walutowego może mieć do spełnienia trudne zadanie, polegające na znalezieniu równowagi pomiędzy chęcią uniknięcia spirali deprecjacyjno-inflacyjnej a obawami przed wpływem wysokich stóp procentowych na wypłacalność przedsiębiorstw i instytucji finansowych oraz aktywność gospodarczą. Droga, którą podążyły kraje azjatyckie, polegała raczej na skupianiu się na poziomie kursu walutowego i inflacji, przy czym nie określano konkretnych wartości docelowych, lecz próbowano po prostu nie dopuścić do dalszej deprecjacji oraz wzrostu cen.

Wraz z upłynnieniem kursu walutowego władze monetarne Tajlandii zwiększyły stopy procentowe, aby w połowie sierpnia 1997 r. obniżyć je z powrotem do poziomu z czerwca. Następnie, wraz z pogłębianiem się kryzysu, w sierpniu i wrześniu postanowiono podnieść stopy procentowe na nowo w celu stabilizacji kursu walutowego. Posunięcie to wiązało się także z obawami rynku co do przeprowadzenia reform sektora finansowego oraz z niepewnością polityczną. Był to trudny wybór dla Banku Tajlandii – między uniknięciem krachu tajlandzkich instytucji finansowych a zagrożeniem kontynuacji trendu spadkowego kursu bahta. W połowie października bank centralny, chcąc dostarczyć trochę płynności bankom, zdecydował się obniżyć stopy procentowe. Zachowanie to nie wpłynęło jednak pozytywnie na oczekiwania uczestników rynku i baht tajlandzki ponownie stracił na wartości. W listopadzie 1997 r., jeszcze przed zmianą rządu, nastawienie w polityce monetarnej uległo zmianie – głównie pod naciskiem MFW. Bank Tajlandii przystał na ponowną podwyżkę stóp procentowych.

Od początku 1998 r. wśród władz tajlandzkich panowała zgoda co do kierunku polityki pieniężnej. Priorytetem była stabilizacja rynku walutowego, która miała sprzyjać ożywieniu gospodarczemu. Do połowy 1998 r. stopy procentowe były systematycznie obniżane.

Z kolei w przypadku Filipin początkową odpowiedź banku centralnego na presję spekulantów by-

ło podniesienie głównej, jednodniowej (*overnight*) stopy pożyczkowej. Jednak restrykcyjna polityka pieniężna nie powstrzymała deprecjacji filipińskiego peso, które traciło na wartości do końca 1997 r. Nagła i silna deprecjacja peso, podwyżki stóp procentowych oraz niższy popyt konsumpcyjny spowodowały spadek poziomu produkcji, wzrost bezrobocia, a także problemy firm oraz osób fizycznych z obsługą ich zadłużenia.

Zastosowanie przez bank centralny wysokich stóp procentowych w celu obrony kursu peso było szeroko krytykowane za nieskuteczność przy jednoczesnym negatywnym wpływie na aktywność gospodarczą.

W czasie kryzysu malezyjskiego, podobnie jak w Tajlandii, polityka monetarna była niejednokrotnie zmieniana. W lipcu krótkoterminowe stopy procentowe zostały radykalnie podniesione (do ponad 50%), lecz na krótki okres¹. Jednak po tym, jak bank centralny Malezji zdał sobie sprawę z faktu, że presja spekulacyjna na ringgita oraz masowy odpływ kapitału nie są możliwe do ujarzżenia w krótkim okresie, zdecydował się zaprzestać bezpośredniej obrony kursu ringgita. Postanowiono, że polityka monetarna będzie się teraz koncentrować na agregatach pieniężnych i stabilizacji rynku finansowego, w rezultacie czego stopy procentowe powróciły do poziomu sprzed wybuchu kryzysu. Ta relatywnie luźna polityka pieniężna była kontynuowana do września 1997 r. W tym czasie władzom niestety nie udało się powstrzymać odpływu kapitału ani wyhamować tempa spadku wartości ringgita. W odpowiedzi na ten problem na przełomie listopada i grudnia bank centralny zmienił nastawienie w polityce pieniężnej na restrykcyjne, które utrzymywał do sierpnia 1998 r. Przyczyniło się to do dalszego osłabienia gospodarki malezyjskiej i nie powstrzymało trendu spadkowego kursu ringgita.

Po atakach spekulacyjnych i uwolnieniu przez inne kraje regionu kursów swoich walut Bank Indonezji podniósł stopy procentowe do bardzo wysokich poziomów². Nastąpiło to w warunkach dużego obciążenia długiem przedsiębiorstw, które w konsekwencji nie były w stanie spłacać zaciągniętych kredytów. Z kolei ich wierzyciele musieli klasyfikować niespłacone kredyty jako „złe długi”. Banki zaczęły masowo tracić płynność. System bankowy jako całość zaczął doświadczać poważnych trudności z funkcjonowaniem. W sierpniu rozpoczął się run na banki (Kupiecka 2003, s. 23). Pod koniec października władze Indonezji poprosiły MFW o pomoc. Celem uzgodnionej re-

strykcyjnej polityki monetarnej miało być wzmocnienie kursu rupii. Po uzyskaniu pozytywnych wyników stopy procentowe miały być stopniowo redukowane. Chciano jednak uniknąć przedwczesnej redukcji stóp procentowych, gdyż pierwszorzędne znaczenie miało odzyskanie zaufania inwestorów, co wiązało się z koniecznością ustabilizowania kursu walutowego.

Na początku listopada władze monetarne podwyższyły krótkoterminowe stopy procentowe, jednak już po kilku dniach – niezgodnie z ustaleniami z MFW – stopy procentowe zostały obcięte do wyjściowych poziomów. Ta decyzja doprowadziła system bankowy do stanu bliskiego załamania. Od listopada do stycznia wystąpiła kolejna fala runów na banki. Należy podkreślić, że tym razem problemy banków z płynnością nie wynikały z radykalnego pogorszenia się jakości ich aktywów i wyższych stóp procentowych, jak to miało miejsce wcześniej, lecz z masowego odpływu depozytów, co było skutkiem powszechnej utraty zaufania do tych instytucji. Bank centralny zdecydował się udzielić dużego zastrzyku płynności sektorowi bankowemu. W rezultacie Bank Indonezji stracił kontrolę na agregatami pieniężnymi. Po kolejnych rozmowach z MFW polityka monetarna stała się bardziej restrykcyjna. Nowe władze dołożyły starań, aby wzmocnić wiarygodność polityki pieniężnej. Z czasem Bank Indonezji odzyskał kontrolę nad rynkiem finansowym. Sukcesywne obniżanie stóp procentowych rozpoczęło się we wrześniu 1998 r., kiedy nastąpiła całkowita stabilizacja monetarna.

Politykę wysokich stóp procentowych prowadził też Bank Korei. Po upłynięciu kursu wona koreańskiego (w połowie grudnia 1997 r.) polityka pieniężna została zaostrzona jeszcze bardziej w odpowiedzi na odpływ kapitału oraz wzrastającą presję inflacyjną. Nie pozostało to bez wpływu na realny sektor gospodarki oraz kondycję systemu bankowego. W pierwszej połowie 1998 r. PKB zmniejszył się o 5,3%. Recesja gospodarcza w sektorze bankowym zapisała się między innymi radykalnym wzrostem poziomu złych długów w portfelach banków oraz znacznym spadkiem współczynników wypłacalności.

W wyniku stabilizacji na rynku walutowym od lutego 1998 r. krótkoterminowe stopy procentowe były systematycznie obniżane, ale ich transmisja do gospodarki przebiegała bardzo wolno. Banki opóźniały bowiem obniżanie oprocentowania kredytów z dwóch powodów: po pierwsze w wyniku recesji gospodarczej zmieniła się percepcja ryzyka, a po drugie, banki chciały zwiększyć swoje zyski w celu dokapitalizowania się.

Opisane przypadki prowadzenia polityki pieniężnej w czasie kryzysu walutowego można więc podzielić na dwie grupy. W pierwszej znajdują się strategie zastosowane przez banki centralne Filipin oraz Korei Południowej, polegające na jednorazowym pod-

¹ Na skutek tych posunięć średnia dzienna stopa depozytowa na rynku międzybankowym skoczyła 10 lipca z poziomu 7,52% do ponad 40%, jednak już 14 lipca (po upłynięciu kursu ringgita) wyniosła 12,3%, a 18 lipca spadła do 8,92%.

² Z 15% do ponad 25% jeszcze w lipcu i do 60% w sierpniu.

niesieniu stóp procentowych na początku kryzysu i następnie sukcesywnym ich obniżaniu po uzyskaniu stabilizacji na rynku walutowym (Korea Południowa) bądź po zaobserwowaniu braku wymiernych rezultatów restrykcyjnej polityki monetarnej (Filipiny). Z kolei w drugiej grupie krajów (Tajlandii, Malezji i Indonezji) nastawienie w polityce pieniężnej było wielokrotnie zmieniane, co – jak się wydaje – wcale nie zwiększyło efektywności prowadzonych działań, ale z pewnością było kolejnym powodem utraty zaufania wśród uczestników rynku.

Polityka fiskalna – co Keynes by na to powiedział?

O kryzysie azjatyckim można powiedzieć, że był to niemal podręcznikowy przypadek, w którym należało wprowadzić politykę keynesowską – nadszarpnięta nieuchronnie głęboka recesja w warunkach zrównoważonych budżetów tych krajów. Tymczasem obrany kierunek działań był tak dalece odmienny, że – jak to ujął Krugman (2001, s. 130) – „Dlaczego sześćdziesiąt lat po Keynesie ktoś mógł sądzić, że dobrym pomysłem będzie tak głębokie zerwanie z jego ideą?”.

W Tajlandii, Indonezji i Korei Południowej kwestia ta była podporządkowana ustaleniom z MFW – kierunek polityki fiskalnej wynikał z zapisów uzgodnionych programów naprawczych. Mimo to podejście zmieniało się zależnie od rozwoju sytuacji na rynkach finansowych i w realnym sektorze gospodarki. Początkowe nastawienie zakładało umiarkowaną dyscyplinę w postaci nadwyżek budżetowych. Uzasadniano to przewidywaniami co do możliwości pogorszenia się sytuacji budżetów tych państw wraz z rozwojem kryzysu oraz koniecznością pozostawienia miejsca na koszty związane z restrukturyzacją sektora finansowego.

Jednak przy kwartalnych przeglądach programów naprawczych, wraz z pogłębianiem się recesji, zaplanowane nadwyżki były przekształcane w deficyty, tak aby pobudzać wzrost gospodarczy. Czy jednak decyzje te były podejmowane na tyle wcześnie, aby złagodzić skalę potencjalnej recesji?

Jednym z głównych założeń programu pomocowego MFW dla Tajlandii (zatwierdzonego w październiku 1997 r.) była redukcja jednoprocentowego deficytu budżetowego i przekształcenie go w jednoprocentową nadwyżkę. Zaplanowano w związku z tym podniesienie podatku VAT. MFW twierdził, że w czasie trwania programu sytuacja gospodarcza się nie pogorszy (prognozowano wzrost PKB na poziomie 3%). Jak się jednak okazało, przewidywania co do wzrostu gospodarczego były zbyt optymistyczne. Na początku grudnia, przy okazji pierwszego kwartalnego przeglądu realizacji programu naprawczego ustalono, że ko-

nieczne są dalsze cięcia wydatków w celu osiągnięcia pierwotnie zaplanowanej nadwyżki. O zmianie nastawienia w polityce fiskalnej zdecydowano w marcu 1998 r., podczas drugiego kwartalnego przeglądu postępów programu. Zostało ono wówczas zmienione na bardziej neutralne, tak aby dopuścić działanie automatycznych stabilizatorów – zaplanowano deficyt budżetowy wysokości 2% PKB. W kolejnych miesiącach nastąpiło zmniejszenie inflacji, pogłębiała się jednak recesja – prognozowano spadek realnego PKB w 1998 r. o 4–5%. Z powodu takiego stanu gospodarki w czasie kolejnego przeglądu kwartalnego (w czerwcu 1998 r.) zdecydowano się na zwiększenie deficytu budżetowego na rok 1997/1998³ z 2% do 3% PKB. W 1999 r., podczas kolejnych przeglądów kwartalnych stopniowo zwiększano deficyt budżetowy – do 5% PKB w roku fiskalnym 1998/1999 oraz 7% w roku 1999/2000.

W odpowiedzi na wybuch kryzysu władze Indonezji także zdecydowały się zastosować podejście oparte na dyscyplinie fiskalnej. W związku z tym zaplanowano nadwyżkę budżetową na poziomie 1% PKB. Jeszcze wcześniej, we wrześniu, zawieszono około 80 projektów infrastrukturalnych⁴. Po zaprezentowaniu w styczniu 1998 r. budżetu na rok fiskalny 1998/1999 okazało się, że rząd zignorował większość swoich wcześniejszych zobowiązań. Jednak pogarszająca się sytuacja gospodarcza zmusiła rząd do zawarcia nowego porozumienia z MFW. Makroekonomiczne założenia nowego programu zostały skorygowane w dół: wzrost PKB w 1998 r. na poziomie 0% i inflacja na poziomie 20% (Sasin, Dąbrowski 2001, s. 95). Jeśli chodzi o założenia fiskalne, to tym razem zaplanowano deficyt budżetowy na poziomie 1% PKB. Później w ciągu roku, w związku z pogarszającą się sytuacją ekonomiczną, program został powtórnie zrewidowany i tym razem założono aktywne stymulowanie wzrostu gospodarczego. Zwiększono także wydatki na zabezpieczenia socjalne oraz na subsydiowanie cen paliw, elektryczności, leków i żywności. W związku z projektami mającym stymulować wzrost gospodarczy oraz zwiększonymi wydatkami socjalnymi na rok fiskalny 1998/1999 zaplanowano deficyt budżetowy na poziomie 8,5% PKB.

Na początku grudnia 1997 r. władze MFW zatwierdziły pakiet pomocowy dla Korei Południowej. Pośród innych ustaleń w sferze fiskalnej uzgodniono potrzebę poszerzenia bazy podatkowej dla podatku dochodowego oraz podatku VAT, w związku z koniecznością poniesienia kosztów restrukturyzacji sektora finansowego. Do czasu pierwszego przeglądu kwartalnego, który miał miejsce w drugiej połowie lutego 1998 r., kurs walutowy wyraźnie się ustabilizował, a na pierwszy plan wysunęła się spadająca ak-

³ Rok fiskalny rozpoczyna się w Tajlandii w październiku.

⁴ Wartość tych projektów wynosiła około 35 mld USD.

tywność gospodarcza. W związku z tym zrewidowano w dół założenia co do wzrostu PKB i przyjęto, że w 1998 r. wyniesie on 1%. Jednocześnie zaplanowano przekształcenie pierwotnie planowanej nadwyżki w deficyt budżetowy na poziomie 0,8% PKB. Dodatkowe środki miały zostać wykorzystane na przeprowadzenie reform w sektorze finansowym, tak, aby umożliwić jego wywiązywanie się ze spłaty krótkoterminowego zadłużenia. W maju, w czasie drugiego przeglądu kwartalnego ustalono nowy poziom planowanego deficytu (2% PKB), co miało służyć pobudzeniu gospodarki popadającej w recesję (prognozę wzrostu na 1998 r. po raz kolejny zrewidowano w dół, tym razem do poziomu -2% PKB) oraz zwiększeniu wydatków na zabezpieczenia socjalne. Ponieważ do lipca 1998 r. nastąpiła dalsza poprawa sytuacji na rynku walutowym, a głównym problemem była wciąż pogłębiająca się recesja gospodarcza (prognoza wzrostu gospodarczego została obniżona do poziomu -4% PKB), zdecydowano się na kolejną korektę poziomu planowanego deficytu budżetowego – do 5% PKB. Dzięki dynamice ożywienia gospodarczego w 1999 r. deficyt fiskalny zmniejszył się do poziomu 3% PKB, a jego zrównoważenie planowano najpóźniej na 2004 r. (Małecki, Sławiński 2001, s. 120).

W każdym z trzech opisywanych krajów radykalne zwiększenie deficytu i tym samym pobudzenie wzrostu gospodarczego rozpoczęło się dopiero w połowie 1998 r., czyli rok po wybuchu kryzysu azjatyckiego. Niestety tym samym efekt tych działań uwiłoczniał się dopiero w 1999 r., natomiast rok 1998 zapisał się w historii gospodarczej tych krajów ujemną dynamiką wzrostu gospodarczego i to nawet dwucyfrową – w przypadku Tajlandii i Indonezji.

Malezja i Filipiny nie skorzystały z pomocy MFW i zachowały autonomię w zarządzaniu sytuacją kryzysową. Na Filipinach, w wyniku wysokich stóp procentowych oraz spowolnienia aktywności gospodarczej w drugiej połowie 1997 r., znacznie wzrósł koszt obsługi deficytu budżetowego. Pogarszająca się sytuacja budżetu państwa była także skutkiem spustoszenia, jakie wyrządziły huragan El Niño oraz będąca jego następstwem susza. Większy deficyt budżetowy oraz wyższe stopy procentowe nie pozostały bez wpływu na koszt obsługi długu publicznego, który był o wiele wyższy niż w przypadku pozostałych krajów azjatyckich dotkniętych kryzysem (około 90% PKB). To z kolei zwiększało presję na dalszy wzrost krajowych stóp procentowych. W celu powstrzymania narastania deficytu fiskalnego filipiński rząd zawiesił wszelkiego rodzaju ulgi podatkowe oraz zmniejszył wydatki socjalne.

W celu ożywienia koniunktury na 1999 r. zaplanowano początkowo dość wysoki deficyt (3% PKB). Jednak ostateczna wielkość deficytu okazała się o wiele wyższa (prawie 5% PKB).

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, a także fakt, że gospodarka filipińska relatywnie słabo odczuła kryzys azjatycki, rezygnacja z bardziej intensywnego zwiększania deficytu budżetowego w czasie kryzysu wydaje się rozsądna.

Z kolei Malezja – podobnie jak kraje korzystające z programów naprawczych MFW – zdecydowała się na politykę dyscypliny fiskalnej. Wydatki budżetowe zostały obcięte aż o 18%, głównie z chęci uniknięcia deficytu. W konsekwencji na przełomie 1997 i 1998 r. było już oczywiste, że nastąpi spowolnienie wzrostu gospodarczego. Władze zdały sobie z tego sprawę i postanowiły pobudzać wzrost gospodarczy: polityka fiskalna była stopniowo zmieniana na bardziej ekspansywną i ten kierunek był także kontynuowany w 1999 r. Choć dzięki wysokim nadwyżkom budżetowym w latach poprzedzających wybuch kryzysu Malezja była dobrze przygotowana do ekspansji fiskalnej, to jednak działania rządu nie zdołały wywołać oczekiwanego pobudzenia wzrostu gospodarczego. Co ciekawe, to budżetowe pobudzenie gospodarki opóźniło się i jego skutki były obserwowane dopiero w latach 1999–2000. Stało się tak z powodu zastosowania przez rząd głównie bezwładnych inwestycji infrastrukturalnych jako narzędzia stymulującego wzrost ekonomiczny (Sasin, Dąbrowski 2001, s. 70).

Ta krótka analiza prowadzi do odpowiedzi na pytanie Paula Krugmana: „Dlaczego sześćdziesiąt lat po Keynesie ktoś mógł sądzić, że dobrym pomysłem będzie tak głębokie zerwanie z jego ideą?” Chodziło o zyskanie zaufania rynku za wszelką cenę. Prawdą jest, że wygranie walki o zaufanie oznaczało być albo nie być dla opisywanych tu krajów. Dlaczego jednak założono, że włączenie do programów naprawczych ekspansywnej polityki fiskalnej negatywnie wpłynie na zaufanie inwestorów? Faktem jest, że potrzeba restrukturyzacji sektora finansowego oraz sektora przedsiębiorstw w każdym z tych krajów wymagała zarezerwowania odpowiednich środków w budżecie. Warto jednak podkreślić, że kondycja finansów publicznych przed wybuchem kryzysu dawała władzom analizowanych krajów możliwość znacznej ekspansji, nawet po uwzględnieniu wspomnianych wydatków. Do tego należy dodać, że w momencie zmiany założeń kierunku polityki fiskalnej reakcja uczestników rynku wcale nie była negatywna.

Lepszym posunięciem byłoby więc stymulowanie aktywności gospodarczej od samego początku kryzysu. Mimo to istnieją okoliczności usprawiedliwiające podjęcie tej decyzji ze znacznym opóźnieniem – niepewność co do skali przyszłej recesji, niesprzyjająca sytuacja polityczna czy zbyt późne wypłaty transz pakietów pomocowych. Trudne do uzasadnienia wydaje się natomiast zacieśnianie polityki fiskalnej poprzez cięcia wydatków budżetowych (Tajlandia, Indonezja, Filipiny, Malezja) i podwyższanie

podatków (Tajlandia, Korea Południowa, Filipiny) jako odpowiedź na wybuch kryzysu w krajach o niezaprzeczalnie dobrej kondycji finansów publicznych.

Kontrola przepływu kapitału – tropem Maleszji i Tajlandii

Ograniczenia w przepływie kapitału zastosowane w Maleszji i Tajlandii różniły się od siebie, głównie celem, jaki miały do spełnienia. Mimo to nałożone restrykcje były zbieżne w następujących kwestiach: były skierowane przeciw działalności nierezydentów, postrzeganych jako potencjalni spekulanci, i z założenia nie dotyczyły bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz transakcji międzynarodowych na rachunku obrotów bieżących.

W przypadku Maleszji kontrola przepływu kapitału była potrzebna z powodu utrzymującej się od ponad roku niestabilności na rynku walutowym, co uniemożliwiało bankowi centralnemu prowadzenie niezależnej polityki pieniężnej. Każde silniejsze jej rozluźnienie w tamtych warunkach spowodowałoby bowiem dalszą deprecjację malezyjskiego ringgita. Z powodu tych uwarunkowań z początkiem września 1998 r. zdecydowano o wprowadzeniu dwunastomiesięcznej, selektywnej kontroli przepływu kapitału. Jednocześnie usztywniono kurs malezyjskiego ringgita do dolara amerykańskiego. Zastosowane ograniczenia przybrały następujące formy. Zamknięto wszystkie legalne kanały umożliwiające przeniesienie ringgita za granicę; jednocześnie nakazano przetransferowanie do kraju w ciągu miesiąca malezyjskiej waluty, trzymanej na rynku *offshore*. Zablockowano możliwości wycofywania z Maleszji kapitału portfelowego przez nierezydentów na 12 miesięcy. Nałożono także restrykcje na przenoszenie kapitału przez rezydentów poza granice kraju (Edison, Reinhart 2000, s. 9). Kolejne ograniczenia polegały na zakazie przyznawania nierezydentom kredytów w ringgitach. Staranne zaprojektowanie kontroli miało zminimalizować ich negatywny wpływ na aktywność gospodarczą. W lutym 1999 r., roczny okres obowiązywania wprowadzonych ograniczeń w przepływach kapitałowych został zastąpiony systemem stopniowo obniżanego podatku „za wyjście z inwestycji”⁵. Zastosowane restrykcje, mimo swojego selektywnego charakteru, przywróciły efektywność polityki pieniężnej, która wreszcie mogła zostać wykorzystana do ożywiania gospodarki. Także rezerwy walutowe, które ulegały sukcesywnemu uszczupleniu od pierwszego kwartału 1997 r., zaczęły systematycznie wzrastać i z poziomu 20 mld USD we wrześniu 1998 r. osiągnęły poziom sprzed kryzysu (27 mld USD) w pierwszym kwartale 1999 r.

Niełatwo dziś jednoznacznie ocenić wprowadzone przez Maleszję ograniczenia. Największa trudność polega na oddzieleniu wpływu wprowadzonych restrykcji na poprawę sytuacji gospodarczej od wpływu innych czynników. Istotne jest to, że ograniczenia w przepływie kapitału zostały wprowadzone dopiero ponad rok od wybuchu kryzysu. Niemniej jednak we wrześniu 1998 r. w Maleszji nadal panowała sytuacja kryzysowa. W tym sensie był to więc doraźny środek zaradczy, który władze uznały za najlepsze rozwiązanie.

Reakcja międzynarodowych uczestników rynku nie była pozytywna – agencje ratingowe obniżyły ocenę malezyjskich papierów wartościowych i kraj stracił zaufanie inwestorów. Dopiero po rozluźnieniu nałożonych restrykcji w kwietniu 1999 r. rating Maleszji został z powrotem podwyższony.

W obliczu ataków spekulacyjnych w połowie maja 1997 r. władze Tajlandii zdecydowały się na zastosowanie kontroli przepływu kapitału. Głównym celem wprowadzonych ograniczeń było ustabilizowanie rynku walutowego, gdyż był to moment, w którym presja spekulacyjna zaczęła narastać. Bank Tajlandii obawiał się, że zastosowanie wyższych stóp procentowych jako środka obrony kursu bahta mogłoby mieć niekorzystny wpływ na aktywność gospodarczą oraz system bankowy. Jeśli chodzi o formę wprowadzonych ograniczeń, to stworzono „dwuwarstwowy” rynek walutowy, co miało na celu rozdzielanie rynku krajowego (*onshore*) i rynku transakcji pomiędzy nierezydentami (*offshore*). W szczególności tajlandzkie banki zostały zobowiązane do zawieszenia wszystkich transakcji z nierezydentami, które mogłyby służyć budowaniu pozycji walutowych w bahtach na rynku *offshore* (między innymi transakcje *spot* i *forward* oraz pożyczki w formie transakcji *swap*). Ponadto zakazano nierezydentom wycofywania z Tajlandii dochodów ze sprzedaży aktywów zdenominowanych w bahtach, a ich wymiana musiała być dokonywana według kursu walutowego obowiązującego na rynku *onshore* (Ariyoshi, Habermeier 2000, s. 19). Początkowo wydawało się, że wprowadzone ograniczenia przyniosły zamierzony skutek – stopy procentowe na rynku *offshore* wzrosły powyżej poziomu stóp krajowych, handel na rynku swapowym praktycznie ustał, a ataki spekulacyjne chwilowo zanikły. Jednak zastosowana kontrola przepływu kapitału okazała się nieszczelna. Presja spekulacyjna na spadek wartości bahta powróciła i ostatecznie zastosowane restrykcje w przepływie kapitału nie pomogły Tajlandii uniknąć wybuchu kryzysu walutowego. Pół roku po wprowadzeniu kontroli zmniejszyła się produkcja przemysłowa, spadł też poziom rezerw walutowych, wzrosły stopy procentowe, a baht stracił połowę swojej wartości w stosunku do dolara amerykańskiego. Jako główny powód niepowodzenia podaje się fakt, że tajlandzki rynek *offshore* pomimo ograniczeń pozostawił spe-

⁵ Początkowo stopa tego podatku wynosiła 30%.

kulantom możliwości dokonywania arbitrażu. Restrykcje w przepływie kapitału obowiązywały do końca stycznia 1998 r.

Gwarantowanie wkładów depozytowych – rozwiązanie kosztowne, ale czy skuteczne?

Przywrócenie zaufania depozytariuszy i ustabilizowanie płynności jest ważnym czynnikiem minimalizującym szkody wyrządzane przez kryzys walutowy. Dlatego rządy opisywanych krajów zdecydowały się na zastosowanie gwarancji depozytów i innych zobowiązań banków. Wcześniej w żadnym z tych krajów nie istniała efektywnie działająca instytucja gwarantująca depozyty.

W Korei Południowej, w odpowiedzi na odcięcie międzynarodowego finansowania, zobowiązania banków objęto gwarancjami w sierpniu 1997 r. Następnie, w listopadzie 1997 r. rząd koreański udzielił pełnej gwarancji na wszystkie depozyty bankowe na trzy lata. Środki te wraz z przedstawionym rozważnym programem makroekonomicznym pomogły ustabilizować płynność.

W przypadku Tajlandii wprowadzenie gwarancji przybrało formę zmiany przepisów dotyczących Banku Tajlandii dokonanej także w sierpniu 1997 r. Zgodnie z nowymi regulacjami Fundusz Rozwoju Instytucji Finansowych stał się odpowiedzialny za zabezpieczenie spłaty kapitału i odsetek depozytariuszom i kredytodawcom instytucji finansowych, które doświadczyły problemów finansowych. Gwarancja ta objęła wszystkie instytucje przyjmujące depozyty, z wyjątkiem 58 spółek finansowych, które zostały wcześniej zawieszono.

W przeciwieństwie do władz Korei i Tajlandii rząd indonezyjski nie zastosował początkowo kompleksowej gwarancji wkładów depozytowych. Przed wybuchem kryzysu nie było w Indonezji otwartego i oficjalnego gwarantowania depozytów, jednak większość wkładów pieniężnych podlegała domniemanemu poręczeniu rządu. Sytuacja zmieniła się w listopadzie 1997 r., kiedy po zamknięciu 16 banków władze ogłosiły gwarantowanie spłaty, lecz jedynie małym depozytariuszom⁶. Zamknięcie banków w warunkach braku kompleksowej gwarancji wszystkich depozytów oraz niepewność, w jaki sposób przyznana limitowana gwarancja będzie honorowana, spowodowało jednak rozprzestrzenienie się paniki i masowe runy na wiele prywatnych banków. Bank Indonezji zaczął dostarczać duże zastrzyki płynności w celu zapewnienia bankom możliwości funkcjonowania, a także w obronie spójności systemu płatniczego. To

jednak nie pomogło zażegnać paniki – wycofywanie depozytów było kontynuowane także w grudniu 1997 r. W styczniu 1998 r., na mocy rozporządzenia prezydenta, został ogłoszony program bardziej rozległego gwarantowania. Nie sprecyzowano jednak, których instrumentów on dotyczy, na jakich warunkach nastąpi wypłata, ani która agencja będzie odpowiedzialna za realizację tego projektu. W praktyce rząd Indonezji honorował zobowiązania wynikające z tej gwarancji poprzez dostarczanie takiego poziomu płynności, aby banki (bez względu na poziom ich niewypłacalności!) były w stanie wypłacić na żądanie klientów wszystkie depozyty.

W Malezji na początku 1998 r. zastosowano kilka narzędzi mających na celu poprawę płynności systemu bankowego i zredukowanie kosztów finansowania banków. Wyższe stopy procentowe zostały zrównoważone poprzez obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej. Dodatkowo, bank centralny dostarczył na rynek pieniężny spory zastrzyk płynności⁷. Jednocześnie dzięki wprowadzeniu nowych rozwiązań banki uzyskały większą elastyczność w zarządzaniu płynnością. Integralną częścią tego pakietu, poprawiającego płynność sektora bankowego, była bezwyjątkowa gwarancja na wszystkie depozyty w licencjonowanych bankach w Malezji (Ng Tak Wa 2000).

Dość dobre rezultaty zastosowania gwarancji w Korei, Tajlandii i Malezji kontrastują z doświadczeniami Indonezji. Głównym powodem tych różnic wydaje się wystarczająco wczesna decyzja o tym posunięciu w przypadku Korei oraz Tajlandii, a także ograniczona wiarygodność tego rozwiązania w Indonezji.

Stosowanie rozległej gwarancji zobowiązań bankowych ogranicza elastyczność rządu w przenoszeniu powstałych strat na wierzycieli instytucji finansowych. Takie posunięcie jest więc jednoznaczne z udzieleniem bankom poważnej, ale nie w pełni kontrolowanej pomocy finansowej. Co więcej, wysoki koszt tego rozwiązania ogranicza możliwość finansowania przez rząd innych, często bardziej efektywnych sposobów opanowania kryzysu finansowego. Niemniej jednak w następstwie powszechnej utraty zaufania uczestników rynku oraz w obliczu systemowego kryzysu finansowego rząd może nie mieć wyboru poza ogłoszeniem rozległego gwarantowania wszystkich lub większości wkładów depozytowych.

Ostatecznie koszty wsparcia płynnościowego udzielonego przez rządy różniły się w poszczególnych krajach: w odniesieniu do PKB najwięcej wydały władze Tajlandii (20% PKB, czyli 24,1 mld USD), niewiele mniej władze Indonezji (17,6% PKB, czyli 21,7 mld USD), trochę mniej Malezja (13% PKB, czyli 9,2 mld USD) i zdecydowanie najmniej rząd koreański (5% PKB czyli 23,3 mld USD) (Park 1999, s. 8).

⁶ Maksymalnie do 20 mln IDR (około 5 tys. USD) na jednego depozytariusza w jednym banku.

⁷ 34 mld MYR (około 10 mld USD).

Wnioski

Trudno nie zauważyć, że w każdym z opisywanych krajów występowały specyficzne uwarunkowania lokalne, co sprawiało, że w każdym przypadku istniała duża niepewność, jakie będą skutki zastosowania danego środka naprawczego. Niemniej jednak strategię rozwiązywania sytuacji kryzysowej pod wieloma względami były do siebie podobne.

W kwestiach związanych z obroną kursu walutowego poprzez interwencje banku centralnego na rynku panuje raczej zgodność, że wykorzystywanie interwencji na terminowym rynku walutowym do odsuwania w czasie kryzysu, jest nie tylko kosztowne, ale może zadecydować także o jego gwałtowności, jeśli ostatecznie nadejdzie. Dobrym przykładem tej sytuacji jest Tajlandia, gdzie 1/3 rezerw została uwiązana w kontraktach terminowych i nie można było jej wykorzystać na interwencję w czasie kryzysu walutowego (Sławiński, Dusza 1998, s. 13). Dlatego władze atakowanego kraju powinny rozważyć wcześniejszą devaluację lub upłynnienie kursu walutowego.

Kraje azjatyckie mają bardzo złe doświadczenia ze stosowaniem polityki wysokich stóp procentowych w celu powstrzymania odpływu kapitału. Wiele tamtejszych firm było poważnie zadłużonych i cechowało się wysoką dźwignią finansową, co czyniło je szczególnie podatnymi na zaostrzenie polityki pieniężnej. Drugi poważny problem, przed którym stanęły tygrysy azjatyckie, to fakt, że nie zawsze podwyższanie stóp procentowych umacnia kurs waluty krajowej i tym samym nie jest to niezawodne narzędzie w walce z kryzysem walutowym. W okresie podwyższonych stóp procentowych kierunek zmian kursu walutowego zależy bowiem od zmian przewidywanej stopy zwrotu, prawdopodobieństwa bankructwa oraz od zmian premii za ryzyko. Może zdarzyć się sytuacja, w której po obniżeniu stóp procentowych do poziomów wyjściowych kurs walutowy także powróci do pierwotnego poziomu (poziomu kryzysowego, sprzed podniesienia stóp procentowych). Obniżone stopy procentowe, w odczuciu inwestorów, nie będą już bowiem rekompensować ryzyka związanego z większym prawdopodobieństwem bankructwa oraz ryzyka spadku kursu waluty lokalnej i tym samym pogorszenia przewidywanej stopy zwrotu z inwestycji. Dlatego waluta krajowa może zostać trwale wzmocniona tylko wówczas, jeśli w okresie podwyższonych stóp procentowych zostaną przeprowadzone niezbędne reformy. Jeśli jednak okres radykalnie restrykcyjnej polityki pieniężnej doprowadzi do wzrostu prawdopodobieństwa bankructwa, to istnieje niebezpieczeństwo trwałego obniżenia kursu walutowego (Stiglitz, Furman 1999, s. 87).

Decydenci zmagający się z kryzysem, konstruując, a także realizując politykę pieniężną, powinni pamiętać o przedstawionej zależności. Biorąc pod

uwagę doświadczenia krajów azjatyckich, należy też unikać wielokrotnych zmian kierunku polityki monetarnej. Nie oznacza to, że konsekwentna realizacja przyjętej strategii gwarantuje sukces, ale przynajmniej zapewnia jasną sytuację. Wysokie stopy procentowe albo prowadzą do stabilizacji na rynku walutowym (tak jak w przypadku Korei Południowej), albo nie przynoszą żadnych wymiernych rezultatów (przykład Filipin), co jest jednoznacznym sygnałem do zrewidowania przyjętych założeń.

Na początku kryzysu kraje Azji Południowo-Wschodniej znajdowały się w równowadze makroekonomicznej – presja inflacyjna była niewielka, a budżety tych państw były zrównoważone lub wykazywały nadwyżkę. Jednak w obliczu kryzysu stało się oczywiste, że gospodarki te były zagrożone znacznym spadkiem koniunktury i potrzebowały stymulacji. Tymczasem w pierwszych zaleceniach do programów naprawczych MFW nakazywał utrzymanie nadwyżek budżetowych. Nawet sami pracownicy Funduszu przyznają, iż polityka, którą rekomendowali, była nadmiernie surowa, ale podkreślają, że miało to na celu wzmocnienie zaufania uczestników rynku. Niestety nie udało się tego osiągnąć. Ponadto restrykcyjna polityka fiskalna zastosowana w jednym kraju pograżała także gospodarkę krajów sąsiadujących. W miarę słabnięcia danego kraju ograniczeniu podlegał bowiem import od jego partnerów handlowych, co rozprzestrzeniało tendencję zniżkową w gospodarce całego regionu (Stiglitz 2004, s. 108). Kontynuując taką politykę, MFW zaostrzył proces zarażania się.

Jeśli w przyszłości jakiś kraj nie zdoła walczyć z kryzysem walutowego w jego pierwszej fazie, powinien pamiętać o groźbie głębokiej recesji i w miarę możliwości budżetowych zastosować ekspansywną politykę fiskalną. Przykład kryzysów azjatyckich pokazuje, że czas podjęcia tej decyzji odgrywa decydującą rolę.

Uczestnicy rynku niewątpliwie postrzegają kontrolę przepływu kapitału jako najbardziej radykalny spośród opisywanych tu środków zaradczych. Bardzo trudno jednoznacznie ocenić skuteczność tego narzędzia. Przypadek Malezji kontrastuje z doświadczeniami Tajlandii, która także zdecydowała się na nałożenie ograniczeń przepływu kapitału, z tą jednak różnicą, że dokonała tego w innym czasie. Władze tajlandzkie podjęły tę decyzję już w warunkach ostrego ataku spekulantów, ale jeszcze przed upłynieniem bahta. Miano nadzieję, że zastosowanie restrykcji w przepływie kapitału nie dopuści do scenariusza, który potem okazał się rzeczywisty. Dlatego decydem odpowiedzialnym za wyjście z sytuacji kryzysowej należałoby zalecić bardzo ostrożne podejście do kwestii zastosowania tego rodzaju środka.

Gwarantowanie wkładów depozytowych jest dosyć powszechnie stosowanym narzędziem w obliczu kryzysu bankowego, jeśli w danym kraju nie działa na

stałe instytucja gwarantująca depozyty. Jedyne, co władze powinny w takiej sytuacji mieć na uwadze, to „dwie strony tego medalu”. Udzielenie pełnej gwarancji może mianowicie wiązać się z ryzykiem pokusy nadużycia (tzw. *moral hazard*) ze strony depozytariuszy, którzy mogą chcieć wykorzystać wyższe stopy procentowe bez ponoszenia ryzyka, nie zwracając uwagi na wypłacalność danej instytucji finansowej. Z drugiej strony zastosowanie ograniczonego gwarantowania może wywołać runy na banki i pogorszyć i tak już trudną sytuację instytucji finansowych, tak jak to miało miejsce w Indonezji.

Poza omówionymi środkami stosowanymi do walki z kryzysem walutowym należy jeszcze wspomnieć o sprawnej komunikacji – o kimś w rodzaju ekonomicznego rzecznika rządu, który potrafiłby wyjaśnić podejmowane decyzje opinii publicznej. Kolejna kwestia dotyczy zaangażowania i determinacji władz w realizacji podjętych decyzji. Rzecz w tym, że władze danego kraju mogą nie być przekonane do programu naprawczego, układanego przez MFW i rzeczywiście często nie są. Czy jednak w takiej sytuacji będą w stanie przekonać do niego inwestorów?

Bibliografia

- Ariyoshi A., Habermeier K. F. (2000), *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, “Occasional Paper”, No. 190, IMF, Washington, D.C.
- Balino T., Ubide A. (1999), *The Korean Financial Crisis of 1997 – A Strategy of Financial Sector Reform*, “Working Paper”, No. WP/99/28, IMF, Washington, D.C.
- Djiwandono J.S. (2000), *Bank of Indonesia and the recent crisis*, University of Indonesia and Harvard Institute for International Development, Djakarta.
- Edison H.J., Reinhart C.M. (2000), *Capital Controls During Financial Crises: the Case of Malaysia and Thailand*, “International Finance Discussion Papers”, No. 662, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- Intal P., Medalla E.M. (1998), *The East Asian Crisis and Philippine Sustainable Development*, “Discussion Paper Series”, No. 98-04, Philippine Institute for Development Studies, Makati City.
- Krugman P. (2001), *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kupiecka E. (2003), *Kryzys finansowy w Indonezji w latach 1997-1998*, „Materiały i Studia”, nr 167, NBP, Warszawa.
- Małecki W., Piasecki R., Sławiński A., Żuławska U. (2001), *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Ng Tak Wa (2000), *Financial Sector Reforms and their Impact on Agriculture Finance in Malaysia*, <http://banktani.tripod.com/ng.htm>
- Park Y.C. (2000), *East Asian Dilemma: Restructuring Out or Growing Out?* Korea University, Revised Draft, nieopublikowany manuskrypt, wcześniejsza wersja dostępna na stronie: http://gsis1.snu.ac.kr/yungcp/yungcp_research/yungcp_research_files/01ead.pdf
- Sasin M., Dąbrowski M. (red.) (2001), *The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies*, „Raporty Case”, nr 39, Warszawa.
- Sławiński A., Dusza M. (1998), *Kryzysy walutowe w krajach otwierających się na wymianę*, „Bank i Kredyt”, nr 1-2, s. 4-15.
- Stiglitz J.E., Furman J. (1999), *Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia*, w: W.C. Brainard, G.L. Perry (red.), *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2/1998, Brookings Journals, Washington, D.C.
- Stiglitz J.E. (2004), *Globalizacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.