

# Kryzys finansowy jako zagrożenie i szansa w procesie rozwoju gospodarczego

<https://doi.org/10.33141/po.2008.10.01>

Przeгляд Organizacji, Nr 10 (825), 2008, ss. 3-5  
[www.przeглядorganizacji.pl](http://www.przeглядorganizacji.pl)

Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

Zbigniew Hockuba

Zeszłoroczny kryzys na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych typu *subprime* szybko rozprzestrzenił się na rynki produktów sekurytyzowanych oraz inne typy rynków kredytowych. Rozszedł się jak fala na gospodarki wysoko rozwiniętych krajów strefy euro, zarażając ich rynki finansowe, przynosząc niepewność i brak zaufania. Po kilkunastu miesiącach od wybuchu widać, że skala kryzysu jest wielka, wywołane już zmiany w architekturze światowego systemu finansowego poważne, a oczekiwania co do dalszych konsekwencji idą w kierunku istotnych przemian w funkcjonowaniu obecnego modelu kapitalizmu. W swej obecnej fazie kryzys ekspanduje na sferę realną gospodarki. W Ameryce oczekuje się dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego w przyszłym roku. W Europie, już w II kwartale 2008 r. kilka krajów strefy euro zanotowało poważny spadek dynamiki PKB. Jedynie kraje *emerging markets* (EM), w tym gospodarki państw Europy Środkowo-Wschodniej, wydają się być odporne na jego destruktywne oddziaływanie. Wydaje się jednak, że zarysowujące się spowolnienie w gospodarce światowej tych krajów także nie ominie.

Celem niniejszego eseju jest zwięzłe przedstawienie zagrożeń związanych z obecnym kryzysem na międzynarodowych rynkach finansowych, a także pokazanie, że kryzys można postrzegać jako szansę na eliminację tych wszystkich czynników, które do niego prowadziły, w rezultacie czego kierunek rozwoju systemów finansowych oraz systemu gospodarczego kapitalizmu ulegnie pewnej zmianie. Ta druga idea, kryzysu jako szansy, czerpie pewne analogie z Schumpeterowskiej koncepcji „kreatywnej destrukcji”. Kryzys jest bowiem w tym sensie twórczy, że prowadzi do wykształcenia się nowych instytucji, nowych reguł i nowych schematów zachowań gospodarczych. W rezultacie system gospodarczy ulega mniejszej lub większej przemianie.

## Rzut oka na historię kryzysów finansowych

Charles W. Calomiris (2008) w świetnym artykule zatytułowanym *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next*, analizuje źródła i przebieg obecnego kryzysu finansowego w kontekście innych kryzysów, które miały miejsce

w przeszłości, w tym Wielkiego Kryzysu Gospodarczego z roku 1929. Z interesującego nas tutaj punktu widzenia istotne znaczenie ma następująca obserwacja Calomirisa. Kryzysy, które wystąpiły w przeszłości, oznaczały pewną ważną zmianę w długookresowych trendach w funkcjonowaniu rynków finansowych. Wielki Kryzys był świadkiem załamania się wzrostowego trendu cen aktywów, jaki wystąpił w latach 20. ub. wieku. Giełdowy *boom* lat 20. oraz tendencja inwestorów instytucjonalnych do nabywania akcji na wielką skalę, została zahamowana na około 30 lat. Wreszcie, „wielcy wygrani” lat 20., przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, które rozwijały się dzięki nowym źródłom finansowania, popadły w znaczne tarapaty i przeszły pod kuratelę państwową. Ten przypadek przyrównuje Calomiris do sytuacji, w jakiej znalazły się dzisiaj instytucje finansowe dokonujące na dużą skalę sekurytyzacji wierzytelności.

Także dzisiejszy kryzys, twierdzi Calomiris, jest załamaniem się długookresowego trendu, jaki zaznaczył się na rynkach finansowych w latach 1993–2006. Cechował się on wysokimi zyskami, obfitością kapitału akcyjnego, a także podaży kredytu w amerykańskim systemie bankowym. Ponadto kryzys przyniósł koniec *boomu* na rynku nieruchomości, załamanie się młodego rynku kredytów hipotecznych typu *subprime*, a także zanik ostatniej fali sekurytyzacji opartej na złożonych strukturach produktów finansowych mających na celu rozproszenie ryzyka pomiędzy większą liczbę podmiotów.

Ze względu na charakter niniejszego eseju, nie będziemy przywoływać innych przypadków kryzysów finansowych, jakie miały miejsce w różnych krajach świata w XIX i XX wieku i omówione zostały przez autora. Przyjrzymy się bliżej tezie, zgodnie z którą kryzys jest załamaniem się pewnego trendu rozwojowego w systemie finansowym, lub szerszej rzecz ujmując, w systemie gospodarczym, czyli inaczej mówiąc, stanowi efekt określonych dysfunkcjonalności i napięć w dotychczasowym rozwoju. Z drugiej strony, przezwyciężenie kryzysu jest początkiem nowego trendu, nowej ścieżki rozwojowej systemu finansowego. Inaczej mówiąc, rozwiniemy główną tezę eseju, która mówi, że kryzys jest z jednej strony zagrożeniem, a z drugiej strony szansą w procesie rozwoju gospodarczego.



## Przyczyny kryzysu i natura zagrożeń

Nie ma jednej przyczyny kryzysów finansowych i gospodarczych. Kryzys wywoływany jest przez wiele różnorodnych i współzależnych czynników. Wykorzystując analogie z nauk przyrodniczych, można twierdzić, że załamanie się określonego trendu rozwojowego systemu finansowego występuje wówczas, gdy ten system jest w stanie dalekim od równowagi, przez co staje się podatny na zmianę. W opinii wielu obserwatorów, przyczynami obecnego kryzysu są: • relatywnie luźna polityka pieniężna Rezerwy Federalnej w latach poprzedzających załamanie się rynku kredytów hipotecznych • innowacje w sektorze finansowym, obejmujące w szczególności sekurytyzację wierzytelności • charakter regulacji rządowych w USA, dopuszczający nadmierne wykorzystanie dźwigni finansowej na rynku kredytów hipotecznych oraz • asymetria informacji pomiędzy zarządzającymi funduszami na rynku kredytów hipotecznych a nabywcami sekurytyzowanych produktów oraz agencjami ratingowymi. Ci ostatni dostarczali rynkowi środków inwestycyjnych w liczbie pożądaną przez *asset managers*, mimo znacznego niedoszacowania istniejącego ryzyka inwestycji. W cytowanym artykule Colomirisa to właśnie problem asymetrii informacji w zarządzaniu aktywami jest traktowany jako cecha wyróżniająca obecny kryzys w stosunku do kryzysów w przeszłości, kiedy to niewłaściwa ocena ryzyka inwestycyjnego była pochodną subsydiowania przez państwo programów rozwoju budownictwa.

Kryzys finansowy przychodzi nieoczekiwanie, chociaż jego symptomy widoczne są długo przed jego nadejściem. W warunkach niskich stóp procentowych i obfitości pieniądza, który kieruje się na określony rynek, system alokacji zasobów nie funkcjonuje w pełni poprawnie. Jeżeli nadmiar pieniądza skieruje się na rynek nieruchomości, będzie to oznaczać wzrost cen mieszkań i domów ponad ich normalny poziom, wyznaczony w hipotetycznych warunkach długookresowej równowagi. Problem w tym, że ceny równowagi nie są znane podmiotom gospodarczym. Działają one w przekonaniu, że postrzegane ceny rynkowe poprawnie odzwierciedlają relacje ekonomiczne. Wzrost cen na rynku nieruchomości zachęca zatem do dokonywania nowych inwestycji. Jeżeli towarzyszy temu łatwość ich finansowania, to rozwija się *boom* budowlany, który trwa tak długo, jak długo podsycany jest dopływem pieniądza. W warunkach obecnego kryzysu finansowanie nowych inwestycji było zapewniane dzięki rozwojowi sekurytyzacji kredytów hipotecznych w warunkach błędnej oceny przez *asset managers* i agencje ratingowe ryzyka związanego z inwestycjami w papiery wartościowe zabezpieczone kredytami hipotecznymi typu *subprime* (*subprime MBS*). W rezultacie na rynku nieruchomości wytworzyła się olbrzymia „bańka”, która pękła w momencie, gdy stopy procentowe zostały znacznie podniesione, dostęp do pieniądza stał się relatywnie trudny i klienci o niskiej zdolności kredytowej przestali spłacać zaciągnięte pożyczki. Późniejszy rozwój wydarzeń był typowy dla

przebiegu kryzysu finansowego. Rozwinął się kryzys zaufania, ograniczone zostały transakcje na międzybankowym rynku pieniężnym, pojawiły się problemy płynnościowe, które wymagały interwencji Rezerwy Federalnej i innych banków centralnych.

Ciekawą cechą obecnego kryzysu jest sposób, w jaki Rezerwa Federalna stara się wyeliminować ryzyko niestabilności systemu finansowego. Zgodnie z ujęciem T. M. Koeniga [2008, s. 3] „ryzyko systemowe można ogólnie zdefiniować jako ryzyko polegające na tym, że problemy indywidualnej instytucji lub segmentu rynku rozprzestrzenia się na zbiór innych instytucji i rynków oraz stworzą poważne zagrożenie dla aktywności ekonomicznej”. Przeciwdziałając tak rozumianemu ryzyku systemowemu, Rezerwa Federalna dokonała spektakularnych ingerencji w funkcjonowanie systemu finansowego, ratując przed upadkiem banki inwestycyjne oraz Fannie Mae i Freddie Mac. Przewodniczący zarządu Rezerwy Federalnej, Ben S. Bernanke [2008], w trakcie konferencji zorganizowanej przez Bank Rezerwy Federalnej Kansas City stwierdził w związku z tym, że istnieją instytucje finansowe, które w warunkach kryzysu mogą być postrzegane jako zbyt duże, by upaść (*too big to fail*). Jednocześnie wskazał, że pomoc dla takiej instytucji w normalnych warunkach nie powinna mieć miejsca, ponieważ jest niezgodna z zasadami wolnego rynku i konkurencji. Rodzi bowiem zjawisko, nazywane przez ekonomistów *moral hazard*, czyli zachowanie, w którym z góry wkalkulowane jest otrzymanie pomocy w sytuacji ewentualnych trudności. Oczywiście może rodzić to pokusę nadużycia tego korzystnego położenia do działań nadmiernie ryzykownych.

Obecny kryzys finansowy pociągnął za sobą olbrzymie koszty, które jednak trudno jest oszacować. W architekturze światowego systemu finansowego już teraz zaszły poważne zmiany. Oczekiwane są dalsze przeobrażenia idące w kierunku wzmocnienia nadzoru regulacyjnego oraz standardów udzielania kredytów. Powstają komitety stabilności finansowej, których celem jest eliminacja ryzyka systemowego. Tworzy się nowy kształt systemu finansowego oraz kapitalizmu jutra.

## W poszukiwaniu nowych reguł gry

Kryzys jest czasem niepewności i czasem poszukiwań nowych rozwiązań systemowych. Kryzys może stanowić szansę w procesie rozwoju gospodarczego, jeśli zostanie twórczo przepracowany. Ben S. Bernanke, w trakcie wspomnianej konferencji, powiedział, że Rezerwa Federalna jako bank centralny i regulator rynków finansowych musi być dobrze przygotowana, by wnieść konstruktywny wkład do nadchodzącej debaty narodowej nad przyszłością systemu finansowego i regulacji finansowej. W tym celu powołano wiele wewnętrznych grup roboczych, składających się z członków zarządów i prezesów Rezerwy Federalnej, aby przygotować wstępne rozwiązania. Administracja prezydenta Busha opracowała plan wsparcia systemu bankowego, by chronić go przed niebezpieczeństwem ryzyka niestabilności

systemowej. Przywódcy największych krajów strefy euro, przewodniczący Komisji Europejskiej oraz prezes Europejskiego Banku Centralnego spotkali, aby przeanalizować obecną sytuację oraz poszukiwać sposobów reagowania w sytuacji pogłębiania się kryzysu. To w trakcie tego spotkania prezydent Francji Nicolas Sarkozy powiedział, że kryzys skompromitował Lesseferystyczną wersję kapitalizmu.

Niewątpliwie kryzys odsłonił braki regulacji w systemach finansowych, rozluźnienie standardów w udzielaniu pożyczek i kredytów, niedostatki w pracy agencji ratingowych, słabość systemu motywacji zarządzających aktywami, a być może także słabość natury ludzkiej, borykającej się z grzechem chciwości. Nie jest wykluczone, że obecny kryzys będzie także lekcją z zasad polityki pieniężnej. Pewne jest, że podobnie jak w sytuacji poprzednich kryzysów finansowych, także teraz pojawią się nowe instytucje ekonomiczne, nowe regulacje, nowe reguły gry, których celem będzie ograniczenie wymienionych niedostatków w funkcjonowaniu kapitalizmu. Kryzys zmienia trendy rozwojowe. Jest szansa, że także obecny kryzys przyczyni się do powstania nowego ładu gospodarczego.

Friedrich August von Hayek, twórca idei spontanicznego porządku ekonomicznego, twierdził, że są dwie podstawowe zasady, na których wspiera swoje działanie dobrze zorganizowana gospodarka. Są nimi

wolność działalności gospodarczej ludzi oraz rządy prawa. W szerokim rozumieniu rządy prawa obejmują także system reguł, którymi kierują się podmioty finansowe. Ten system reguł musi być stale doskonalony, dostosowywany do nowych możliwości wiedzy i techniki. Podlega zatem ewolucji. Nie jest wykluczone, że kryzys jest ceną, jaką trzeba zapłacić za odnalezienie nowych, lepszych i bardziej przejrzystych reguł w trakcie ewolucji gospodarczej społeczeństw.

Warszawa 6 października 2008 r.

Zbigniew Hockuba

prof. ekonomii Uniwersytetu Warszawskiego  
członek zarządu Narodowego Banku Polskiego

#### BIBLIOGRAFIA

- [1] BERNANKE B. S., *Reducing Systemic Risk*, referat, Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 22.08.2008.
- [2] CALOMIRIS C. W., *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next*, referat, Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 22.08.2008.
- [3] HOENIG T. M. (2008), *Central Banks: Changing Markets – Changing Mandates*, referat, A Money and Banking Conference at the Central Bank of Argentina, Buenos Aires, Argentina, September 1.