

Efekt zarażania – od upadku Lehman Brothers do greckiego kryzysu

<https://doi.org/10.33141/po.2011.09.06>

Przeгляд Organizacji, Nr 9 (860), 2011, ss. 21-23
www.przeглядorganizacji.pl
Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

Sławomir Wyciślak

O potrzebie analizy

Kryzys finansowy, za którego symboliczny początek uznaje się upadek banku inwestycyjnego Lehman Brothers 15 września 2008 r., ma swój dalszy ciąg w kryzysie zadłużenia. Jego nasilenie można zaobserwować od czerwca 2011 r. W takich warunkach wydaje się uzasadnione uporządkowanie wiedzy dotyczącej rozprzestrzeniania się kryzysu finansowego i w konsekwencji zjawisk zachodzących w otoczeniu organizacji typu przedsiębiorstwo. W tym kontekście nastąpi odwołanie do zjawiska zarażania. Jest ono bowiem stosowane przy interpretacji rozprzestrzeniania się kryzysu finansowego.

Czym jest zarażanie

Odwołania do pojęcia zarażania w czasopiśmiennictwie ekonomicznym można już odnaleźć w pracach D. Ricardo. Ten słynny ekonomista przypisał panikę prowadzącą do zawieszenia możliwości wycofywania depozytów w 1797 r. „zarażaniu lękami bojaźliwej części społeczeństwa”¹⁾. I właśnie pierwotnie pojęcie zarażania odnosiło do rozprzestrzeniania się paniki bankowej (*bank runs*) i ogólniej do wyjaśniania zachowań spekulacyjnych²⁾.

W kolejnych interpretacjach zarażanie jest definiowane jako okres, w którym występują istotne, natychmiastowe efekty w wielu krajach. Te efekty są szybkie i gwałtowne (*fast and furious*) i występują w okresie godzin lub dni³⁾. K. Forbes i R. Rigobon przyjmują natomiast, że zarażanie to znaczny wzrost w powiązaniach pomiędzy rynkami, po szoku, który dotknął jeden kraj (lub grupę krajów)⁴⁾. Według Banku Światowego, w najbardziej uszczegółowionej interpretacji, zarażanie zachodzi wtedy, gdy powiązania między krajami osiągają nasilenie w czasie kryzysu w porównaniu ze stopniem ich natężenia w okresach spokoju⁵⁾.

W nowych ujęciach zarażanie to zwielokrotnienie pierwotnego szoku. Taka definicja zarażania zakłada przyczynowo-skutkowy związek między szokami. Jest to sytuacja podobna do tej, gdy choroba zakaźna jest przekazywana od jednej osoby do innej⁶⁾. Używając zamiennie terminów „zarażenie” i „dyfuzja”, wielu autorów zakłada istnienie swoistego

trade-off. Mówią o podziale ryzyka, gdy zachodzi stabilizacja i zarażaniu, kiedy następuje destabilizacja. W takim sposobie rozumowania każde powiązanie między podmiotami ekonomicznymi może być postrzegane jako nośnik zarażania⁷⁾. Nie ma przy tym zgody, czy obok terminu „zarażanie” stosować pojęcie transmisji (*transmission*) czy transfer (*transfer*) wstrząsów. Wymienione terminy były i są często używane zamiennie⁸⁾.

Dokonując syntezy ujęć definicyjnych zawartych w literaturze przedmiotu, stwierdza się, że do zarażania dochodzi wtedy, gdy następuje znaczne nasilenie powiązań między podmiotami ekonomicznymi, prowadzące do zwielokrotnienia pierwotnego szoku. Warunki, w jakich następuje zarażanie, zachodzą wtedy, gdy podmioty ekonomiczne mają te same aktywa.

Zarażanie zachodzi zatem w krótkim okresie. Natomiast efekt zarażania dotyczy dłuższej perspektywy. Naturalnie zarażanie i efekty zarażania mogą wchodzić w sprzężenia zwrotne, zwielokrotniając pierwotny szok i prowadząc do następstw między wyłaniającymi się szokami.

Kanały zarażania

W myśl przyjętych założeń za kanały zarażania uznaje się m.in. innowacje finansowe, walutę, obligacje, akcje. Natomiast mechanizmem konstytuującym zarażanie jest efekt stadny, napędzany emocjami i skokowo zmniejszającym się zaufaniem.

Dokonana zostanie próba analizy rozprzestrzeniania się sygnalizowanego kryzysu globalnego przy odwołaniu się do kanałów zarażania.

Pierwotnie w przypadku kryzysu finansowego z 2008 r. wiodące znaczenie miał kanał zarażania, który stanowiły innowacje finansowe. Wśród nich duże znaczenie odegrały CDO (*collateralised debt obligations*)⁹⁾. Ryzyko związane z kredytami hipotecznymi w USA poprzez *asset backed securities*, a w szczególności CDO zostało przeniesione na inwestorów na całym świecie. Stali się oni zatem zakładnikami kredytobiorców w Stanach Zjednoczonych. Kiedy okazało się, że kredyty są zagrożone i banki mają w swoich portfelach nadmierną liczbę toksycznych aktywów, zaczęły pojawiać się niepokojące sygnały.

Wśród nich był upadek Bear Stearns w marcu 2008 r., który został sprzedany JPMorgan Chase¹⁰⁾.

Światem wstrząsnął jednak upadek banku inwestycyjnego Lehman Brothers 15 września 2008 r. Doszło do gwałtownych spadków na rynkach akcji. Na przykład NYSE Euronext (US) – 41%, Tokyo SE Group – 28%, NASDAQ OMX – 43%, NYSE Euronext (Europe) – 48%, London SE – 51% w 2008 r. w porównaniu z poprzednim rokiem¹¹⁾. Spadek cen akcji prowadził do zmniejszenia konsumpcji. W wyniku ujawnienia skali zaangażowania w ryzykowne aktywa doszło do załamania na rynku międzybankowym. W rezultacie bardzo niskiej płynności na rynku międzybankowym pojawiły się ogromne problemy z pozyskaniem kredytów. Ogólna sytuacja doprowadziła do spadku zaufania.

Spadek zaufania do instytucji finansowych niósł ze sobą ryzyko destabilizacji ich działalności poprzez wycofywanie depozytów, nieefektywność funkcjonowania rynku pieniężnego i wzrost kosztu pozyskania funduszy. Co więcej, straty, jakie ponosiły instytucje finansowe na jednym rynku, wymuszały wyprzedaż na innych rynkach. To w rezultacie prowadziło do spadku cen aktywów, co skutkowało jeszcze większą wyprzedażą. Niektóre banki były wprost narażone na zarażenie, ponieważ miały duże ilości CDOs i innych instrumentów finansowych. W innych wypadkach fundusze hedgingowe, wylonione z banków, odgrywały rolę nosiciela zarażania, ponieważ dokonywały ryzykownych transakcji na grupie papierów wartościowych gorszej jakości. Gdy te inwestycje okazywały się fiaskiem, wynikające z nich straty odbijały się ujemnie na bilansie banków¹²⁾.

Narastające problemy zostały odzwierciedlone poprzez znaczne osłabienie niektórych walut *emerging markets*, a jednocześnie umocnienie walut uważanych za bezpieczne. Na przykład osłabienie złotego doprowadziło do pokaźnych strat wiele polskich przedsiębiorstw. Działo się to wskutek wykorzystywania opcji walutowych, nie tylko do zabezpieczenia przed ryzykiem kursowym, ale również wskutek spekulowania na kursie walutowym. A umocnienie franka szwajcarskiego doprowadziło do wzrostu rat kredytów płaconych w tej walucie np. w Polsce.

Gdy nastąpił paraliż na rynku kredytowym, banki wycofały się z zabezpieczania kontraktów eksportowych. Handel światowy był bliski zastoju. Na początku 2009 r. spadek eksportu w stosunku do poziomu sprzed roku wynosił 30% w Niemczech i Chinach i od 37% do 45% w Sinagpurze i Japonii¹³⁾.

Zachodzące zdarzenia doprowadziły z kolei do spadku optymizmu konsumentów. To w rezultacie przełożyło się na zmniejszenie popytu. Najbardziej ucierpiały branże i/lub segmenty rynku, które cechowały się wysoką wrażliwością na zmiany optymizmu konsumenckiego. Mniejszy popyt spowodował zmniejszenie wymiany handlowej. I spore problemy krajów uzależnionych od eksportu.

Wymienione uwarunkowania doprowadziły do zmniejszenia dochodów budżetowych. Co więcej, państwa, chcąc ratować zagrożone banki i niektóre przedsiębiorstwa, dodatkowo się zadłużyły (wskutek tego część zadłużenia prywatnego przekształciło się w zadłużenie publiczne).

Kolejny etap rozprzestrzeniania się kryzysu jest więc pochodną interwencji państwa. Działania rządów miały stanowić rozwiązanie kryzysu, a przyczyniły

się do przeniesienia ryzyka ze sfery przedsiębiorstw (w tym szczególnie banków) na obszar finansów publicznych. Ryzyko kredytowe zainfekowało sferę finansów publicznych¹⁴⁾.

Zmniejszone wpływy podatkowe w połączeniu z rosnącym zadłużeniem doprowadziły do narastania kryzysu zadłużenia. W Europie, konsekwencje te w przypadku Grecji, Irlandii, Portugalii w praktyce oznaczają ogłoszenie bankructwa przez te kraje¹⁵⁾. Tak można bowiem interpretować zwrócenie się o pomoc do Komisji Europejskiej. Pomoc ta obwarowana jest licznymi warunkami. Spełnienie tych wymogów powoduje wieloaspektowe konsekwencje, włączając w to recesję, niepokoje społeczne, destabilizację polityczną.

Kryzys zadłużenia wywołuje implikacje po stronie obligacji. W tym przypadku podmioty mające obligacje zadłużonych państw, np. banki niemieckie i francuskie, mające obligacje greckie, stają się nośnikami zarażania. Kolejna runda zarażania wynika z posiadania obligacji przez banki. Tym razem proces zarażania odbywa się w relacji od państw do przedsiębiorstw. Jednocześnie inwestorzy poszukują bezpiecznych aktywów, wybierając np. franka szwajcarskiego, który szybko wzmacnia się wobec euro i złotego. Czyli następuje zarażenie poprzez kanał walutowy. Można więc mówić o kolejnej rundzie zarażania.

Podsumowanie

Upadek Lehman Brothers zainicjował przyspieszone rozprzestrzenianie się kryzysu globalnego – od rynków finansowych poprzez przedsiębiorstwa z branż finansowych i następnie firm z sektorów niefinansowych do sfery finansów publicznych. To przyspieszone rozprzestrzenianie się kryzysu opisuje zjawisko zarażania. Zachodzi ono wskutek tego, że podmioty ekonomiczne mają te same aktywa, jak np. innowacje finansowe, akcje, obligacje, a napędzane jest poprzez efekt stadny.

W przyszłości będą pojawiać się okresy zarażania przeplatane okresami względnego spokoju. Stawia to wyzwania przed zarządzającymi przedsiębiorstwami w celu wczesnego rozpoznania symptomów zarażania i szybkiej reakcji. To, że skutki kryzysu finansowego w Polsce były niewielkie, to raczej efekt przypadku, a nie skoordynowanych działań. Na drugi taki przypadek trudno liczyć.

dr Sławomir Wyciślak
Katedra Stosunków Międzynarodowych
i Polityki Zagranicznej
Uniwersytetu Jagiellońskiego

BIBLIOGRAFIA

- [1] Definitions of Contagion, World Bank, <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/EXTPROGRAMS/EXTMACROECO/0,,print:Y~isCURL:Y~contentMDK:20889756~pagePK:64168182~piPK:64168060~theSitePK:477872,00.html>.
- [2] FORBES S., RIGOBON R., *Contagion in Latin America: Definitions, Measurement and Policy Implications*, „NBER Working Paper” no. 7885, September 2000.
- [3] GALLEGATI M., GREENWALD B., RICHIARDI M.G., STIGLITZ J.E., *The Asymmetric Effect of Diffusion Processes:*

Risk Sharing and Contagion, „Global Economy Journal” 2008, vol. 8, issue 3.

[4] KAMINSKY G.L., REINHART C.M., VÉGH C.A., *The Unholy Trinity of Financial Contagion*, „Journal of Economic Perspective” 2003, vol. 17, no. 4.

[5] KELLY M., GRADA O.C., *Market Contagion: Evidence from the Panics of 1854 and 1857*, „American Economic Review” 2000, vol. 90, no. 5.

[6] MOSER T., *What Is International Contagion?*, „International Finance” 2003, vol. 6, issue 2.

[7] ROUBINI N., MIHM S., *Ekonomia kryzysu*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.

[8] *The Year in Markets*, December 31 2008 (<http://www.marketwatch.com/>).

PRZYPISY

¹⁾ KELLY M., GRADA O.C., *Market Contagion: Evidence from the Panics of 1854 and 1857*, „American Economic Review” 2000, vol. 90, no. 5, s. 1110.

²⁾ MOSER T., *What Is International Contagion?*, „International Finance” 2003, vol. 6, issue 2, s. 159.

³⁾ KAMINSKY G.L., REINHART C.M., VÉGH C.A., *The Unholy Trinity of Financial Contagion*, „Journal of Economic Perspective” 2003, vol. 17, no. 4, s. 55.

⁴⁾ FORBES S., RIGOBON R., *Contagion In Latin America: Definitions, Measurement, and Policy Implications*, „NBER Working Paper” no. 7885, September 2000, s. 13. Wzmiankowani autorzy stosują nawet pojęcie *shift contagion*, aby odróżnić go od terminu *contagion*.

⁵⁾ *Definitions of Contagion*, World Bank, <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/EXTPROGRAMS/EXTMACROECO/0,,print:Y~isCURL:Y~contentMDK:20889756~pagePK:64168182~piPK:64168060~theSitePK:477872,00.html>. Definicje te są przedmiotem polemiki w literaturze przedmiotu. Por. np. M. GALLEGATI, B. GREENWALD, M.G. RICHIARDI, J.E. STIGLITZ, *The Asymmetric Effect of Diffusion Processes: Risk Sharing and Contagion*, „Global Economy Journal” 2008, vol. 8, issue 3, s. 3-4.

⁶⁾ *Ibidem*, s. 1.

⁷⁾ *Ibidem*, s. 4. Takie podejście jest przedmiotem polemiki w przytoczonym artykule.

⁸⁾ *Ibidem*, s. 3.

⁹⁾ Nazywane również ironicznie Chernobyl Death Obligations.

¹⁰⁾ N. ROUBINI, S. MIHM, *Ekonomia kryzysu*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 132.

¹¹⁾ Na podstawie *The Year in Markets*, December 31 2008 (<http://www.marketwatch.com/>).

¹²⁾ N. ROUBINI, S. MIHM, *op. cit.*, s. 146.

¹³⁾ *Ibidem*, s. 149.

¹⁴⁾ Ryzyko niewypłacalności państw można określić jako *sovereign risk*.

¹⁵⁾ Kryzys długu początkowo dotknął Grecję (kwiecień, maj 2010), następnie Irlandię (listopad 2010) oraz Portugalię (kwiecień, maj 2011).

Summary

In the paper, the author listed various definition of contagion, used in the economic literature. The contagion occurs when there is a significant intensification of relations amongst economic actors, leading to the multiplication of the original shock. The conditions under which contagion occurs, when economic actors have the same assets i.e. collateralized debt obligations. The phenomena of contagion was applied to explain the spread of the global financial crisis from the collapse of Lehman Brothers, to the debt crisis.