
Miscellanea

Charles Collyns*

GLOBALNY KRYZYS FINANSOWY W PERSPEKTYWIE HISTORYCZNEJ

Obecny kryzys finansowy jest dolegliwy,
ale historia poucza, jak uniknąć drugiego
Wielkiego Kryzysu.

WSTĘP

Historia gospodarcza znowu stała się modna. W pierwszej połowie 2008 r. szybko wzrastające ceny ropy i innych towarów przywołały niemiłe wspomnienia stagflacji z lat 70. Całkiem niedawno nadzwyczajna intensyfikacja światowego kryzysu finansowego, zwłaszcza po upadku Lehman Brothers, przywołała jeszcze bardziej złowieszcze widmo z przeszłości – Wielki Kryzys z lat 30.

Porównywanie obecnego kryzysu finansowego z najgłębszym i najbardziej niszczycielskim kataklizmem ekonomicznym we współczesnej historii może wydawać się nadużyciem. Nie ma jednak wątpliwości, że po II Wojnie Światowej nie mieliśmy do czynienia z tak niebezpiecznym kryzysem. Chodzi nie tyle o coraz głębsze załamania koniunktury w poszczególnych krajach, bowiem wyniszczające kryzysy finansowe zdarzały się w przeszłości, zarówno na rozwiniętych rynkach, jak

* Charles Collyns jest Zastępcą Dyrektora Departamentu Analiz (Research Department) Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Artykuł jest tłumaczeniem na język polski opracowania, jakie ukazało się w kwartalniku MFW „Finance & Development Magazine” w grudniu 2008 r., Tom 45, numer 4 pt. *The Crisis through the Lens of History*. Redakcja „Bezpiecznego Banku” wyraża podziękowania Międzynarodowemu Funduszowi Walutowemu za zgodę na jego opublikowanie.

i tzw. wschodzących. Natomiast specyficzne jest przenikanie tego kryzysu niemal do wszystkich zakątków światowej ekonomii, stwarzające tym samym, nieznanne od ponad 70 lat, zagrożenie dla globalnego dobrobytu.

Pomijając kontekst aktualnego stanu światowej ekonomii, warto zapytać, jak rozległy jest obecny kryzys w porównaniu do tych znanych z przeszłości? I, co najważniejsze, jakie będą jego skutki dla współczesnej ekonomii? Nadto z praktycznego punktu widzenia ważne jest, co można zrobić, aby zminimalizować szkody i uutorować drogę do ekonomicznego ożywienia? Historia gospodarcza może być pomocna w poszukiwaniu odpowiedzi na te pytania w dwojaki sposób. Po pierwsze, oferując przydatną perspektywę metodyczną dla porównania skali i zrozumienia sensu obecnego kryzysu. Po drugie, doświadczenia z przeszłości mogą pomóc w szukaniu rozwiązań.

1. NIE CAŁKIEM JAK WIELKI KRYZYS

Miernikiem konsekwencji globalnego kryzysu finansowego może być wysokość strat finansowych nim wywołanych. Raport Międzynarodowego Funduszu Walutowego z 2008 r. pt. *Global Financial Stability Report*¹ szacuje, na podstawie cen rynkowych z połowy września 2008 r., że w Stanach Zjednoczonych straty z tytułu instrumentów finansowych bazujących na kredytach hipotecznych oraz z innych kredytów wyniosą co najmniej 1,4 biliona dolarów amerykańskich. Wartość ta oznacza największą tego typu stratę, jaka powstała w następstwie kryzysu po II Wojnie Światowej. Jeśli dodatkowo weźmie się pod uwagę rozprzestrzenienie się kryzysu finansowego na rynkach globalnych po wrześniu 2008 r., to szacowane skutki okażą się znacznie wyższe. Jednak pomimo ogromu tych strat, jeśli uwzględnimy ich relację do PKB, to okazuje się, że nie są one tak znaczne jak poniesione przez różne kraje dotknięte głębokimi kryzysami w przeszłości (por. Wykres 1).

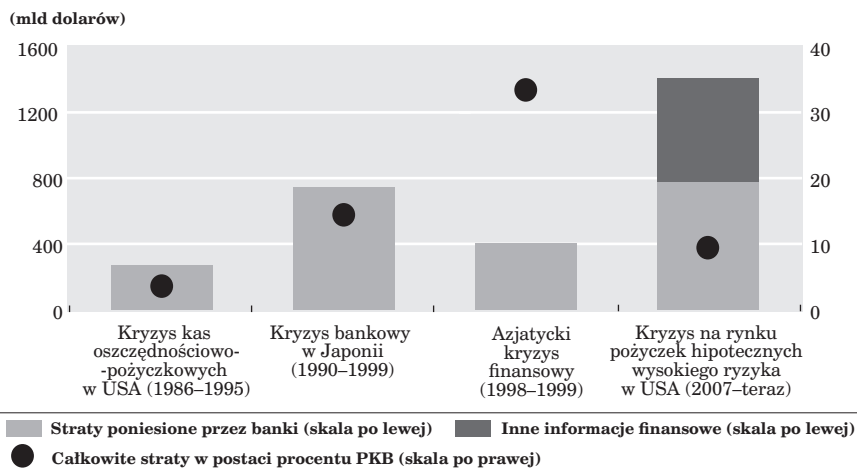
Kolejnym miernikiem skutków ostatniego kryzysu jest stopień napięć na rynkach finansowych. Raport MFW z października 2008 r. *World Economic Outlook*² szacuje indeks napięć na rynkach finansowych, kalibrowany dla 17 krajów rozwiniętych, z wykorzystaniem danych od 1880 r. Indeks ten, uwzględniający takie zmienne jak marże międzybankowe oraz wyniki rynków akcji i obligacji, osiągnął poziom porównywalny do poprzednich szczytowych okresów napięć na rynkach finansowych w różnych krajach. Jeszcze bardziej uderzające jest to, że napięcie utrzymywało się na wysokich poziomach już od prawie roku i wpłynęło na wszystkie badane kraje (por. wykres 2). A od września 2008 r. napięcia rozprzestrzeniły

¹ IMF, *Global Financial Report*, Washington, październik 1983 r.

² S. Lall, R. Cardarelli, S. Elekdag, *Financial Stress and Economic Downturns*, World Economic Outlook, Washington, październik 2008 r.

Wykres 1. Straty historyczne

Niektóre kraje poniosły dużo większe straty indywidualne podczas przeszłych kryzysów niż podczas obecnego kryzysu

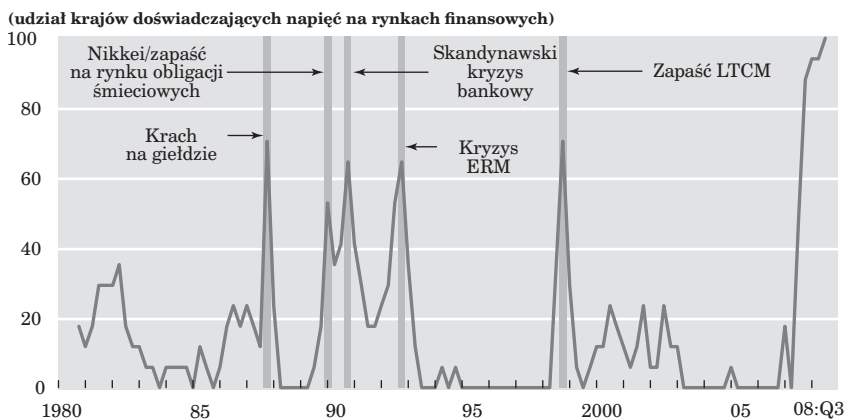


Uwaga: Koszty kredytów *subprime* w USA reprezentują oszacowania MFW strat poniesionych przez banki oraz inne instytucje finansowe. Wszystkie koszty przedstawione w rzeczywistej wartości dolara na rok 2007. Kraje azjatyckiego kryzysu finansowego to: Indonezja, Malezja, Korea, Filipiny oraz Tajlandia.

Źródło: Bank Światowy oraz oszacowania MFW.

Wykres 2. Wysokie napięcia na rynkach finansowych

Obecny kryzys doprowadził do trwających od niemal roku znacznych napięć na praktycznie wszystkich dojrzałych rynkach finansowych



Uwaga: ERM= Mechanizm Kursów Walutowych (*Exchange Rate Mechanism*); LTCM= fundusz spekulacyjny (*Long Term Capital Management*).

Źródło: Haver Analytics; OECD, analityczna baza danych; OECD, Economic Outlook (2008); oszacowania MFW.

się dramatycznie na rynki wschodzące, łącznie z wieloma tymi, które wcześniej były postrzegane jako bardziej odporne na działanie czynników zewnętrznych niż w przeszłości, ze względu na korzystniejsze bilanse i potężne rezerwy międzynarodowe.

Zatem z całą pewnością mamy do czynienia z kryzysem o nadzwyczajnej głębokości, rozległości i gwałtowności. Ale czy dorównuje on finansowej katastrofie z lat 30.? Nie całkiem. W latach 1929–1933 w Stanach Zjednoczonych zlikwidowano 2500 banków, a kredyt bankowy zmniejszył się o jedną trzecią. Na rynku akcji zanotowano 75-procentowy spadek notowań, a bezrobocie wzrosło do 25%. Ponadto wpływ Wielkiego Kryzysu spowodował głębokie recesje na całym świecie. W porównaniu z tymi standardami dzisiejsze konsekwencje wydają się mniejsze. Upadłości i likwidacje banków są dosyć ograniczone, a straty deponentów oraz innych wierzycieli banków minimalne, dzięki szybkim interwencjom organów nadzoru w problemowych instytucjach kredytowych. Przynajmniej, jak dotąd, podtrzymano kredyt bankowy, podczas gdy władze krajowe pracowały nad zapobieżeniem katastrofalnej utracie kapitałów, nawet jeśli wymagało to wykorzystania nadzwyczajnych środków ratunkowych, obejmujących nacjonalizację czy publiczne „zastrzyki” kapitałowe.

2. KOMPLEKSOWE POWIĄZANIA

Jaki wpływ będzie miał obecny kryzys finansowy na globalną ekonomię? Konsekwencje mogą być bardzo złożone i oddziałujące w różnorodny sposób. Po pierwsze, i zarazem najważniejsze, dostęp do kredytu bankowego zostanie najprawdopodobniej na dłuższy okres mocno ograniczony, ponieważ banki będą starały się zredukować dźwignię finansową i odbudować podstawy kapitałowe. Standardy kredytowania bankowego już są mocno podwyższone i będą nadal wzrastać, podczas gdy słabnące gospodarki będą powiększać ich straty. I to nawet wtedy, jeśli rządy zapewnią fundusze publiczne, które mają pomóc zwiększyć podstawy kapitałowe banków. Po drugie, dostęp do rynków zabezpieczeń finansowych dramatycznie się skurczył, i to nie tylko dla ryzykownych kredytobiorców o niskiej wiarygodności, ale nawet dla emitentów o najwyższym ratingu oraz krótkoterminowych papierów wartościowych, takich jak komercyjne papiery dłużne, które zazwyczaj są odporne na takie ryzyka. Po trzecie, spadek cen akcji oraz nieruchomości mieszkaniowych wyniszczyły majątek netto gospodarstw domowych³. Na przykład szacuje się, że majątek netto gospodarstwa domowego w Stanach Zjednoczonych spadł o 15% w ciągu roku. Po czwarte, rynki wschodzące również napotykają zaostrzone limity finan-

³ Majątek (ang. *wealth*) w USA jest zwykle mierzony w ujęciu netto jako suma aktywów, obejmująca także wartość domu minus wszystkie zobowiązania [przypis: Redakcja „Bezpiecznego Banku”].

sowania zewnętrznego, w następstwie globalnego delewarowania i wzrostu awersji do ryzyka, co ogranicza zainteresowanie inwestorów tymi rynkami.

Jak potężny będzie łączny skutek? Pewien pogląd można uzyskać analizując dane historyczne obrazujące pokryzysowe procesy ekonomiczne w przeszłości. Na pierwszy rzut oka oznaki są niejednoznaczne. Niedawne studium World Economic Outlook dowodzi, że tylko około połowa ze 113 epizodów napięć na rynkach finansowych w ciągu ostatnich 30 lat skutkowało spowolnieniami gospodarki lub recesjami. Jednak charakterystyki epizodów napięć na rynkach finansowych są kluczowymi determinantami skali ich makroekonomicznego wpływu. Epizody powiązane z kryzysami bankowymi mają w tendencji znacznie poważniejszy wpływ na makroekonomię. W praktyce, recesje powiązane z kryzysami bankowymi zazwyczaj trwają dwukrotnie dłużej i są dwa razy bardziej intensywne, dlatego pociągają za sobą łącznie poczwórnie duże straty. Poza tym epizody, podczas których napięcie na rynku finansowym trwa dłużej, najczęściej są bardziej kosztowne.

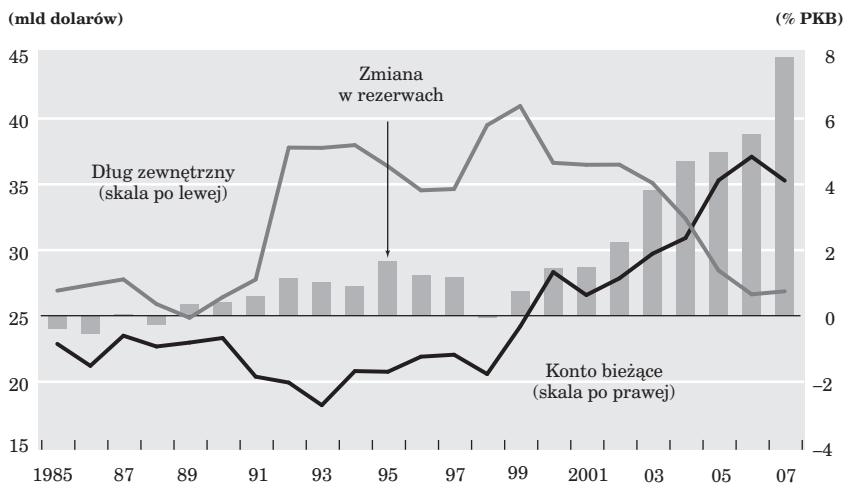
Sytuacja poprzedzająca wystąpienie napięć na rynkach finansowych ma także krytyczne znaczenie dla makroekonomicznych skutków tych napięć. Jednym ze źródeł względnej odporności gospodarki globalnej w obecnym kryzysie było to, że bilanse korporacji w okresie poprzedzającym były generalnie zdrowe, w następstwie podjętych poważnych działań restrukturyzacyjnych po pęknięciu bańki dot-com'ów w latach 2001–2002. Ogólnie rzecz biorąc, korporacje zredukowały lewarowanie finansowe, a rentowność wzrosła do wysokich poziomów. Te dwa procesy powinny zadziałać jak bufony w obliczu zaostrzenia warunków finansowania. Natomiast mniej optymistyczne są bilanse gospodarstw domowych, szczególnie w Stanach Zjednoczonych, gdzie stopy oszczędzania spadły, a zaciąganie kredytów szybko rosło w okresie boomu mieszkaniowego do 2006 r. Nadto niedawne obniżki cen akcji na giełdzie oraz spadki cen mieszkań na rynku nieruchomości, a także niedawne spadki cen domów oraz kapitału, wyniszczyły aktywa netto tych gospodarstw.

A co z gospodarkami wschodzącymi? Także w ich przypadku historia musi być zniuansowana. Bilanse sektora publicznego są dużo silniejsze niż podczas pogorszenia się koniunktury w latach 2001–2002, a główne gospodarki wschodzące zakumulowały spore rezerwy płynnych aktywów (ang. *war chests*) zagranicznych/międzynarodowych i obniżyły stosunek długu publicznego do PKB w okresie szybkiego wzrostu, zapewniając sobie większe pole manewru w obliczu presji zewnętrznej (zob. wykres 3). Jednakże te korzystne warunki nie są w żadnym przypadku takie same w poszczególnych krajach. Wiele a nich, szczególnie w gospodarkach wschodzących w Europie, ale nie tylko, pozwoliło na powstanie na rachunkach obrotów bieżących dużych deficytów finansowanych częściowo przez papiery wartościowe oraz banki, które teraz są ostro przycinane na skutek globalnego zmniejszania dźwigni finansowej. Nawet kraje o mocnych finansach publicznych

wykazują wrażliwość na ograniczenia kredytowania banków i innych inwestorów, gwałtownie wycofujących się z gospodarek wschodzących. Ostry spadek cen towarów – popularny wzorzec podczas globalnych kryzysów – zwiększa presję na eksporterów, głównie tych, którzy wydali znaczną część wcześniejszego wzrostu przychodów.

Wykres 3. W lepszej formie

Wyższe rezerwy zagraniczne oraz niższe zadłużenie zapewniają poduszkę finansową dla wielu, ale nie dla wszystkich, gospodarek wschodzących i rozwijających się podczas obecnego spadku koniunktury



Uwaga: Łącznie dane dla rynków wschodzących i rozwijających się według klasyfikacji bazy danych MFW Economic Outlook.

Źródło: MFW.

Analizując przebieg wykresów dla badanych zmiennych, można stwierdzić, że światowa gospodarka zmierza do znaczącego spadku (ang. *downturn*). I rzeczywiście, aktywność na rynkach już zwolniła, a zaufanie zarówno konsumentów jak i producentów gwałtownie spadło. Według najnowszych prognoz MFW w 2009 r. aktywność w krajach rozwiniętych zmaleje w skali rocznej po raz pierwszy po II Wojnie Światowej. Gospodarki wschodzące jako całość również mają znacznie zwolnić, zwłaszcza jednak w krajach silnie uzależnionych i wrażliwych, mimo wsparcia jakie dla gospodarki światowej zapewniają Chiny.

3. LEKCJE Z HISTORII

A zatem czego historia może nauczyć nas w kwestii ograniczania strat i minimalizowania ryzyka dla globalnej gospodarki? Pierwsza i najważniejsza nauka z każdego kryzysu finansowego, od czasów Wielkiego Kryzysu, to działać wcześniej, działać agresywnie i kompleksowo, aby załagodzić problemy finansowe. Priorytetem musi być „ugaszenie ognia”, nawet jeśli oznaczałoby to zastosowanie niekonwencjonalnych środków, które można użyć w przypadku zmaterializowania ryzyka systemowego. Jak stwierdził były Sekretarz Skarbu Stanów Zjednoczonych, Larry Summers, kiedy rynki celują za wysoko, decydenci również muszą celować wysoko. Wielki Kryzys był tak olbrzymi m.in. dlatego, że przez cztery lata – po załamaniu na giełdzie w 1929 r. – decydenci przestrzegali ortodoksyjnych zasad, które pozwalały na zmniejszanie kredytów i upadki banków, co samo przez się kryzys ten napędzało. Współcześnie decydenci są świadomi tego precedensu, włączając Szefa Systemu Rezerwy Federalnej, Bena Bernanke’a, który dogłębnie badał ten okres, aby wyjaśnić, w jaki sposób sektor finansowy i realny są wzajemnie powiązane⁴.

Nowsze przesłanie ostrzegawcze dostarczyła Japonia w latach 90., gdzie przez wiele lat wpływ pęknięcia bańki nieruchomości oraz cen akcji na banki i bilanse korporacyjne ignorowano, przyczyniając się do dekady słabego wzrostu⁵. Bardziej optymistycznym przypadkiem była energiczna reakcja na skandynawski kryzys bankowy we wczesnych latach 90. Podjęte działania stworzyły warunki dla silnego ożywienia ekonomicznego po ostrym spadku koniunktury⁶.

Drugą ważną lekcją jest zapewnienie makroekonomicznego wsparcia równoległe z działaniami w sferze finansów. Jeśli skuteczność polityki monetarnej jest ograniczona zakłóceniami finansowymi, bodźce fiskalne muszą odgrywać ważną rolę, aby pomóc utrzymać bieg gospodarki realnej oraz minimalizować negatywne sprzężenia między sektorami finansowym i realnym. W praktyce zwiększanie wydatków na infrastrukturę cieszy się obecnie rosnącym zainteresowaniem, podobnie jak programy robót publicznych w erze Wielkiego Kryzysu. Jednak, jak dowodzi przykład Japonii, samo wsparcie makroekonomiczne zapewnia tylko możliwość „głębszego oddechu, ale nie lekarstwo”. Symbolicznie rzecz ujmując, niezbędne jest wykorzystanie efektu tego oddechu, aby zająć się leżącymi u podstaw problemami finansowymi. W przeciwnym wypadku konieczne będzie sięganie do całej serii pakietów fiskalnych o coraz mniejszej sile oddziaływania na zaistniałe problemy. Należy również brać pod uwagę to, że w krajach, gdzie słabość zarzą-

⁴ B. Bernanke, *Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*, „American Economic Review” Vol. 73 (czerwiec 1983 r.), s. 257–276.

⁵ K. Kang, M. Syed, *The Road to Recovery: A View from Japan*, „Finance & Development Magazine” Tom 45, Nr 4, s. 24–25.

⁶ S. Ingves, G. Lind, *Stockholm Solutions*, „Finance & Development Magazine”, Tom 45, Nr 4, s. 21–23.

dziania sektorem publicznym była integralnym źródłem problemu, często w przypadku kryzysów rynków wschodzących będzie niewiele miejsca na reakcje makroekonomiczne.

Trzecią lekcją jest potrzeba rozwiązań politycznych, które działają na poziomie globalnym. I znowu Wielki Kryzys dostarcza klasycznego przykładu czego nie powinno się robić. Podwyżki ceł związane ze strategią zagładzania sąsiada (ang. *beggar-thy-neighbor*) po uchwaleniu ustawy Smoota-Hawleya w Stanach Zjednoczonych, przyczyniły się do rozprzestrzenienia się kryzysu na całym świecie. Inne przykłady negatywnego efektu zakażenia na skutek decyzji jednego kraju w sprawie innych krajów można zaobserwować w historii kryzysów zadłużenia w Ameryce Łacińskiej od lat 80. oraz kryzysów azjatyckich.

Ostatnie lata uwypukliły korzyści międzynarodowo skoordynowanych działań, łącznie z zapewnieniem wsparcia dla płynności finansowej, ochroną depozytów i ekspozycji międzybankowych, uporządkowaną likwidacją upadających instytucji finansowych i usprawnianiem polityki monetarnej. Obecnie pracuje się również nad adekwatnością finansowania zewnętrznego dla krajów, które zostały zakażone kryzysem, łącznie z przedsięwzięciami mającymi na celu podniesienie dostępności kredytów MFW.

Ucząc się z własnego doświadczenia, możemy uniknąć najgorszych błędów popełnionych w przeszłości. Światowa ekonomia jest dziś atakowana potężnym kryzysem finansowym, ale szkody można ograniczyć dzięki silnym i skoordynowanym działaniom, które naprawiają straty finansowe, wspierają działania i zapewniają ciągły dostęp do finansowania zewnętrznego.

Bibliografia

Bernanke B., *Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*, „American Economic Review” Vol. 73 (czerwiec 1983), s. 257–276.

IMF, *Global Financial Stability Report*, Washington, październik 2008.

Ingves S., Lind G., *Stockholm Solutions*, „Finance & Development Magazine” Tom 45, Nr 4, s. 21–23.

Kang K., Syed M., *The Road to Recovery: A View from Japan*, „Finance & Development Magazine” Tom 45, Nr 4, s. 24–25.

Lall S., Cardarelli R., Elekdag S., *Financial Stress and Economic Downturns*, World Economic Outlook (Washington: IMF), październik 2008.