

Paweł Dobrzański

Uniwersytet Wrocławski

Transmisja kryzysu amerykańskiego na gospodarki europejskie

Wstęp

Upadek jednego z największych banków inwestycyjnych na świecie Lehman Brothers w 2008 roku wstrząsnął fundamentami globalnego systemu finansowego. W dobie globalizacji wydarzenie to musiało wywrzeć wpływ na inne kraje. W wyniku zdarzeń w USA świat pogrążył się w największym i najpotężniejszym w skutkach od czasów „Wielkiej Depresji” kryzysie finansowym, który ogromną siłą rażenia zaczął negatywnie oddziaływać na gospodarkę światową. Celem artykułu jest wyjaśnienie, jaki wpływ miał kryzys finansowy I dekady XXI wieku w USA na inne kraje, głównie gospodarki europejskie.

Istota kryzysu gospodarczego

Kryzysy gospodarcze, czyli okresowe zwolnienia aktywności gospodarcze, są zjawiskiem odwiecznym. Niegdyś o ich rytmie decydowały przede wszystkim czynniki zewnętrzne w stosunku do gospodarki: zjawiska naturalne, jak klęska żywiołowa, epidemia czy nieurodzaj, lub przyczyny polityczne, jak wojna. Z rozwojem gospodarki rynkowej na przebieg koniunktury coraz mniej wpływały zjawiska naturalne, wzrosło natomiast znacznie czynników ekonomicznych¹. Kryzysy gospodarcze są częstym tematem artykułów i monografii, m. in. M. Friedmana, A. J. Schwarza, Ch. Kindlebergera, H. Minsky’ego, P. Krugmana.

M. Friedman oraz A. J. Schwarz (1963) pojęcie kryzys finansowy utożsamiali wyłącznie z paniką w sektorze bankowym. W niej to bowiem upatrywali przyczyny spadku podaży pieniądza, co w rezultacie poprowadziło do poważnego osłabienia aktywności gospodarczej. Takie zdarzenia jak ostry spadek cen aktywów czy wzrost liczby bankructw wśród przedsiębiorstw zdaniem monetarystów nie były prawdziwym kryzysem finansowym, o ile nie powodowały do paniki w sektorze bankowym. Inną definicję kryzysu finansowego zaproponowali Ch. Kindleberger (1978) i H. Minsky (1972). Ich zdaniem, kryzys finansowy ma miejsce, gdy dochodzi do przynajmniej jednego z wymienionych zjawisk: nagłego

¹ W. Morawski, *Kronika kryzysów gospodarczych*, Wydawnictwo TRIO, Warszawa 2003, s. 9

i znacznego spadku cen aktywów, upadku wielu dużych instytucji zarówno finansowych jak i niefinansowych, pojawienia się zjawiska deflacji, wystąpienia poważnego napięcia na rynku walutowym². W literaturze, wielu autorów w swoich pracach przyjmuje się założenie, że kryzys walutowy jest częścią kryzysu finansowego (P. Krugman), natomiast inni uważają, że może on występować autonomicznie nie pociągając za sobą kryzysów w pozostałych ogniwach systemu finansowego, chociaż często kryzys walutowy poprzedza wystąpienie kryzysu finansowego³.

Kryzys „subprime” w Stanach Zjednoczonych

Amerykański kryzys dotyczył początkowo tylko amerykańskich banków inwestycyjnych. Według Josepha Stiglitz, laureata Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii, momentem przełomowym stało się wejście na giełdę pierwszego z wielkich banków inwestycyjnych Goldman Sachs w latach 90-tych. Od tego czasu dla banków najważniejszym celem stała się maksymalizacja zysków, ponieważ od nich zależą wielkie nagrody dla zarządu, natomiast uczciwość emisji akcji danej spółki zeszła na dalszy plan⁴. Banki zaczęły wykonywać operacje o wysokim ryzyku, m.in. udzielały kredytów typu subprime, czyli kredytów udzielanych kredytobiorcom, którzy spełniają jeden lub kilka poniższych warunków⁵:

- zła historia kredytowa wynikająca z opóźnień w spłacie bądź z niewypłacalności klienta,
- słaby scoring kredytowy bądź wysoki wskaźnik debt-to-income DTI (przekraczający 50%),
- brak historii kredytowej bądź jest ona niepełna.

Po tym jak w Stanach Zjednoczonych w roku 2001 pękła bańka ogromnego i sztucznie nadmuchanego wzrostu akcji firm informatycznych, nastąpił radykalny zwrot zainteresowań graczy giełdowych. Zaczęto inwestować w rynek nieruchomości. Sytuacja była o tyle sprzyjająca, że FED, chcąc pobudzić gospodarkę, zaczął obniżać stopy procentowe. Z poziomu 6,5% w 2001 roku stopy spadły do 1% w roku 2005. Gdy popyt na kredyty hipoteczne zwiększył się, banki zliberalizowały kryteria związane z ich udzielaniem.

² D. Raus, *Materiały i studia. Determinanty i metody szacowania ryzyka kryzysu walutowego*, NBP, Warszawa 2000, s. 7

³ *Kryzysy finansowe, ich przyczyny, skutki i sposoby przezwyciężania*, red. J. Żabińska, Akademia Ekonomiczna im. Karola Adamięckiego, Katowice 2000, s. 9-10

⁴ W.M. Orłowski, *Banki do kontroli!*, Portal Polityka.pl <http://www.polityka.pl/banki-do-kontroli/Lead33,1091,270547,18/>, 10.03.2010

⁵ Global Stability Report MFW 2007, <http://www.asiaing.com/global-financial-stability-report-2007-imf.html>, 08.04.2010

Gwałtownie rozwinął się rynek preferencyjnych kredytów hipotecznych (tzw. subprime mortgages). Był on przeznaczony dla tych, którzy mając niewielkie dochody i złą historię kredytową, nie byli w stanie uzyskać pożyczek na normalnych warunkach. Doprowadziło to do tego, że odsetek kredytów przyznawanych osobom o niskiej wiarygodności kredytowej na początku wielkiego boomu w 2002 r. wynosił ok. 3 – 4%, a w połowie 2006 r. osiągnął aż 40%⁶.

Kiedy pojawiły się pierwsze oznaki kryzysu na rynku nieruchomości w USA, ceny mieszkań zaczęły spadać. Coraz więcej osób zaczęło mieć kłopoty ze spłatą zadłużenia. Banki zaczęły przejmować nieruchomości i wystawiać je na sprzedaż, co ze względu na zwiększoną podaż, jeszcze bardziej obniżyło ceny. Niższa cena nieruchomości oznacza automatycznie niższą wartość zabezpieczenia. Gdy klient nie mógł poprawnie obsługiwać spłaty kredytu, a takich osób w USA było coraz więcej, banki popadały w tarapaty. Gdyby za złą politykę kredytową odpowiadały tylko banki bezpośrednio udzielające kredytów hipotecznych, skończyłoby się na kilku czy kilkunastu bankructwach. Mechanizm sekurytyzacji sprawił natomiast, że kryzys zatoczył szersze kręgi⁷.

Wydarzenia, które początkowo wydawały się kryzysem na rynku nieruchomości w USA, okazały się ogólnoswiatowym problemem. Wraz z rozwojem sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych kolejne instytucje zaczęły ujawniać straty związane z kryzysem. Początkowo były to informacje bezpośrednio związane z kredytami subprime, jednak dość szybko okazało się, że to tylko część strat. Problemy zaczęły również zgłaszać instytucje zaangażowane na rynku CDO, MBS i CDS⁸.

Wybuch globalnego kryzysu finansowego oraz niesamowita siła jego rozprzestrzeniania się na kolejne segmenty rynku finansowego oraz realną gospodarkę sprawiły, iż koniecznym stało się uruchomienie skoordynowanych, wielomiliardowych interwencji rządowych w wielu krajach świata, zarówno rozwiniętych, jak również na rynkach wschodzących (emerging markets). Wartość pomocy publicznej, jaką trzeba było przeznaczyć na walkę ze skutkami ostatniego w historii kryzysu okazała się dotychczas najwyższa, jeżeli chodzi o wartość nominalną oraz procent PKB poszczególnych krajów⁹.

⁶ *Kredyty hipoteczne: czy kryzys w USA wpłynie na polski rynek?*, portal eGospodarka.pl <http://www.finanse.egospodarka.pl/24887,Kredyty-hipoteczne-czy-kryzys-w-USA-wplynie-na-polski-rynek,1,48,1.html>, 18.03.2010 ,

⁷ *Czy powinniśmy się bać kryzysu w USA?*, portal Comperia.pl, <http://www.comperia.pl/index/?id=c2ba1bc54b239208cb37b901c0d3b363>, 18.03.2010

⁸ *Przyczyny i skutki kryzysu w USA*, portal Bankier.pl, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Przyczyny-i-skutki-kryzysu-w-USA-1739652.html>, 18.03.2010

⁹ W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 129

Wpływ kryzysu amerykańskiego na gospodarki europejskie

Pod koniec 2007 r. organizacje międzynarodowe, instytucje finansowe oraz ośrodki badawcze zaczęły obniżać prognozy gospodarcze dla USA oraz gospodarki światowej. Kryzys objawiający się spadkiem sprzedaży domów w USA, a w rezultacie spadkiem cen, problemami z obsługą zadłużenia hipotecznego, jak też pogorszeniem sytuacji finansowej niektórych kredytodawców i potrzebą tworzenia na nie rezerw, przełożył się niemal natychmiast na spowolnienie konsumpcji i inwestycji budowlanych. Z jednej strony rynek subprime mortgages, stanowił tylko ok. 20% całego rynku hipotecznego, z drugiej strony jego wpływ okazał się dużo większy ze względu na skalę oraz powiązanie tego segmentu rynku z rynkami papierów wartościowych¹⁰.

Kiedy we wrześniu 2008 roku czwarty co do wielkości bank inwestycyjny Lehmann Brothers ogłosił niewypłacalność, skutki tego zdarzenia od razu dotarły do Europy, zwłaszcza do Niemiec. Objawiło się to spadkiem notowań na giełdzie we Frankfurcie nad Menem. Jednakże eksperci uspokajali twierdząc, że powiązania banku z niemieckimi instytucjami finansowymi są niewielkie. Z tego powodu uważano, że zmiana koniunktury w USA nie będą miały większego znaczenia. Nie wykluczano jednak, że kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych dotknie również gospodarkę niemiecką¹¹.

W październiku 2008r., gdy w Stanach Zjednoczonych dyskutowano o planie ratunkowym Paulsena, kryzys rozszerzył się na Europę. Rządy państw próbowały ratować instytucje finansowe przed upadłościami. I tak, rządy krajów Beneluxu przejęły kontrolę nad największym bankiem Belgii – Fortis, z kolei bankrutem zagrożona była Dexia – instytucja bankowo-ubezpieczeniowa¹². W Niemczech przedstawiciele rządów oraz branży finansowej ustalili nowy plan ratunkowy dla zagrożonego bankrutem banku Hypo Real Estate (bank, który specjalizuje się w kredytach hipotecznych, a także finansowaniu projektów publicznych). Źródłem kłopotów tego banku była zarejestrowana w Irlandii bankowa spółka-córka Depfa, która była dotknięta konsekwencjami spadku wartości wierzytelności, które powiązane są z kredytami hipotecznymi¹³.

Kraje Europy chcąc nie dopuścić do pogłębiania się kryzysu, podjęły natychmiastowe działania. Kryzys groził upadkiem głównych banków, był także zagrożeniem dla posiadaczy

¹⁰ *Ibidem*, s. 118

¹¹ R. Romanie, *Niemcy w obliczu kryzysu finansowego w USA*, www.dw-world.de, 08.04.2010

¹² *Kryzysy finansowy objął Europę*, <http://www.wprost.pl/ar/140600/Kryzys-finansowy-objal-Europe/>, 11.04.2010

¹³ *Niemiecki rząd ratuje Hypo Real Estate, bo jest „za duży żeby upaść”*, <http://wiadomosci.gazeta.pl/Wiadomosci/1,80708,5772724.html>, 11.04.2010

oszczędności. „New York Times” zwrócił uwagę na fakt, iż do pogłębiających się problemów w Europie przyczyniło się przyjęcie przez Kongres Stanów Zjednoczonych pakietu ratunkowego Paulsona. Zamiast uspokoić sytuację na rynkach finansowych całego świata, doprowadziło to do pogłębienia się kryzysu. Według dyrektora brukselskiego instytutu badawczego Bruegel, J. Pisani-Ferrego, „Europa stoi obecnie wobec pierwszego prawdziwego kryzysu finansowego, jaki dotknął ją bezpośrednio. I to nie jest zwykły kryzys. To coś znacznie poważniejszego”¹⁴.

W wyniku upadku Lehman Brothers i zagrożenia bankructwem następnych banków USA oraz banków europejskich, wystąpił kryzys zaufania na rynku międzybankowym. Konsekwencją tego był fakt, iż banki zaprzestały pożyczania sobie nawzajem pieniędzy, ponieważ bały się o niewypłacalność. Następnie upadły cztery banki islandzkie (ich zobowiązania okazały się zbyt duże, jak na PKB tak małego kraju). Islandzka waluta znacznie straciła na wartości. Rząd Islandii zwrócił się o pomoc do MFW, USA, UE, a także Rosji. Z kolei w Rosji i na Ukrainie zostały ograniczone wielkości wypłat z rachunków bankowych. Pojawiły się wiadomości o kłopotach Węgier, Czech, a nawet Polski. Powodem były znaczne ilości udzielonych kredytów denominowanych we frankach szwajcarskich oraz euro, które spowodowały dalsze osłabienie lokalnych walut, co zagroziło niewypłacalnością hipotek w powyższych krajach, a także rozszerzeniem kryzysu bankowego¹⁵.

Złe informacje docierały również z sektora samochodowego. Z powodu ustania akcji kredytowania banków nastąpiło zamrożenie sprzedaży samochodów w październiku. Największe koncerny, tj. Volkswagen, Ford, General Motors, zapowiedziały zwolnienia wśród swych załóg. W Wielkiej Brytanii pracę w sektorze bankowości straciło kilkadziesiąt tysięcy finansistów. Złe informacje dochodzące ze świata pogłębiały recesję i ceny akcji na giełdach światowych spadały. W październiku oraz listopadzie obserwowano spadki cen ropy, miedzi a także innych surowców. Grudzień 2008 to spadek cen ropy, który od 2003 roku był największy. W styczniu 2009 baryłka ropy kosztowała 41,9 USD, pomimo decyzji OPEC o zmniejszeniu wydobycia w celu ograniczenia spadku cen¹⁶.

¹⁴ *Kryzys finansowy objął Europę*, <http://www.wprost.pl/ar/140600/Kryzys-finansowy-objal-Europe/>, 11.04.2010

¹⁵ A. Nosek, A. Pietrzak, *Efekt domina czyli międzynarodowa transmisja kryzysów – na przykładzie współczesnego kryzysu finansowego* [w:] Wybrane problemy gospodarki światowej pierwszej dekady nowego wieku, red. W. Michalczyka, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław 2009, s. 91

¹⁶ *OECD: światowy wzrost gospodarczy w 2009r. ujemny*, http://www.pb.pl/a/2009/03/20/OECD_swiatowy_wzrost_gospodarczy_w_2009_r_ujemny?Font=pluss, 11.04.2010

Globalizacja jako czynnik przyspieszający transmisję kryzysu

Globalizacja to obejmowanie całego świata przez lokalnie funkcjonujące do tej pory zjawiska. Jest to więc rosnąca współzależność (integracja) gospodarek krajowych, szczególnie w skutek zwiększającego się handlu międzynarodowego i przepływów finansowych¹⁷. Procesy globalizacji sprawiają, że transakcje przeprowadzane są na zasadach międzynarodowych regulacji w ramach coraz bardziej otwartego i konkurencyjnego systemu finansowego. Przejawem tego jest rosnący wolumen transgranicznych transakcji przepływu kapitału. Dla przykładu w segmencie obligacji i rynku akcji przekraczają one obecnie około 90 bilionów USD rocznie, czyli około 250 mld USD dziennie¹⁸.

D. Rodrik, J. Bhagwati i J. Stiglitz uważają, że zniesione restrykcyjne regulacje dotyczące przepływu kapitału prowadzą do zburzenia globalnej stabilności finansowej. Stanowi to wystarczający argument do tego, aby domagać się zwiększonej kontroli kapitału i innych regulacji na rynku międzynarodowym. Z kolei S. Fischer i L. Summers argumentują, że ta powiększona otwartość na przepływy kapitału dała możliwość krajom biedniejszym do podniesienia dochodu a także spowodowała wzmocnienie stabilność między krajami. Niewątpliwie, finansowa otwartość może wypromować rozwój krajowego sektora finansowego czy wygenerować większą wydajność między krajowymi firmami przez wystawianie ich międzynarodową konkurencję. Z drugiej jednak strony globalizacja rynków może spowodować możliwość przenoszenia problemów gospodarczych z jednego kraju na inne¹⁹.

Istota międzynarodowa transmisji kryzysu

Międzynarodowa transmisja kryzysów (zwana także efektem domina, czy zjawiskiem zarażania) to przenoszenie zjawisk kryzysowych w skali świata. Pojęcie zarażania odnoszone jest głównie do rynków finansowych, natomiast procesy transmisyjne obejmują tzw. fundamentalne powiązania gospodarcze. Bank Światowy definiuje zjawisko zarażenia na trzy różne sposoby²⁰:

¹⁷ *Leksykon polityki gospodarczej*, red. U. Kalina-Prasznic, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 77

¹⁸ H. Hannuon, *Internationalisation of financial services: implications and challenges for central banks*, Conference of the SEACEN Governors Bandar Seri Begawan, Brunei Darussalam, 04.03.2006, [za:] K. Rybiński, *Globalizacja a polityka pieniężna*, Uniwersytet Warszawski, Warszawa 2006, s. 9

¹⁹ A. Kose, E. Prasad, K. Rogoff, S. Wei, *A New look at financial globalisation*, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/280>, 10.04.2010

²⁰ *Contagion of Financial Crises*, World Bank, <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/EXTPROGRAMS/EXTMACRO/ECO/0,,contentMDK:20889756~pagePK:64168182~piPK:64168060~theSitePK:477872,00.html>, 10.04.2010

– definicja szeroka: Zażalenie to międzynarodowa transmisja szoków lub ogólne międzynarodowe oddziaływanie (ang. spillover effect). Tak rozumiana transmisja może dotyczyć zarówno dobrych, jak i złych okresów i nie musi być utożsamiana z kryzysami. Jednak podczas kryzysów może być bardziej wyraźna.

– definicja wąska: Zażalenie to transmisja szoków do innych krajów lub relacja między gospodarkami wykraczająca poza powiązania fundamentalne i szoki mające wspólne źródła (ang. common shocks). Definicja ta najczęściej sprowadzana jest do nadzwyczajnie podobnych zmian na rynkach tłumaczonych głównie zachowaniami stadnymi.

– definicja bardzo wąska: Z żażaniem mamy do czynienia, gdy w czasie kryzysu korelacja między gospodarkami jest silniejsza niż w okresie spokoju.

Transmisja kryzysu może mieć charakter poziomy lub pionowy. Transmisja pozioma, zwana inaczej zewnętrzną lub międzynarodową, występuje gdy kryzys w jednym kraju prowadzi w jakiś sposób do wystąpienia kryzysu w drugim kraju. Cechą charakterystyczną tego procesu jest przeniesienie zakłóceń gospodarczych z jednej gospodarki do drugiej, przy czym obie uznaje się za niezależne, choć powiązane podmioty gospodarki światowej. Recesja gospodarcza rozprzestrzenia się zatem w wymiarze geograficznym z jednego kraju do drugiego, ale nie jest to uwarunkowane bezpośrednim sąsiedztwem obu tych krajów. Natomiast transmisja pionowa kryzysu występuje, gdy załamania dotyczą tylko pewnych wybranych obszarów, np. określonych sektorów. Ponieważ poszczególne sfery gospodarki są ze sobą silnie powiązane, te objęte kryzysem będą oddziaływały na resztę. Transmisja pionowa jest drogą od kryzysu danej dziedziny gospodarowania do recesji ogólnogospodarczej lub po prostu przejściem od jednego stadium kryzysu do stadium drugiego (np. kryzys na rynku nieruchomości przyczynia się do osłabienia kondycji banków, a kryzys bankowy przekłada się na problemy walutowe)²¹.

Kanały transmisji kryzysu

Kanał transmisji to powiązanie międzynarodowe między dwiema lub większą ilością gospodarek narodowych, za sprawą którego dochodzić może do wzajemnego przenoszenia impulsów koniunkturalnych ze szczególnym uwzględnieniem kryzysów gospodarczych. Nie ma znaczenia charakter i przejaw tego powiązania, o ile ma ono międzynarodowe skutki gospodarcze. Bazując na szerokiej definicji żażania (transmisji), wyróżnić można kilka

²¹ S. Mazurek, *Mechanizm międzynarodowej transmisji kryzysów gospodarczych*, Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu, Wrocław 2007, s. 8

podstawowych poziomów powiązań między gospodarkami, w których odnaleźć można kanały transmisji kryzysów. Kryterium rozróżniającym są w tym przypadku mechanizmy rządzące tymi relacjami. Płaszczyzny te są następujące²²:

- handel międzynarodowy,
- finanse międzynarodowe,
- psychologia (zachowania) graczy rynkowych,
- polityka międzynarodowa lub krajowa o skutkach międzynarodowych.

Kanały transmisji to kluczowe elementy mechanizmu międzynarodowej transmisji kryzysów gospodarczych. Ich poprawna identyfikacja daje możliwość oceny, które powiązania między gospodarkami istotnie decydują o sposobie rozprzestrzeniania problemów gospodarczych oraz które aspekty otwartości danego kraju wymagają obserwacji pod kątem potencjalnych zagrożeń. Wyznaczając ścieżkę przebiegu kryzysu, czyli śledząc rozprzestrzenianie kryzysu poprzez kanały transmisji w ramach gospodarki oraz poza nią, trzeba uwzględnić charakter każdego z powiązań. O charakterze kanału transmisji decydują następujące czynniki²³:

- rodzaj powiązania (a właściwie sposób przekazywania impulsów - np. handel, finanse, psychologia, polityka - a co za tym idzie stosowane narzędzia badawcze),
- asymetryczność zarażania,
- kondycja gospodarek powiązanych kanałem,
- opóźnienie czasowe (prędkość transmisji),
- sprzężenia zwrotne.

Rola i udział oddziaływania poszczególnych gospodarek narodowych na gospodarke światową są bardzo zróżnicowane. Rozprzestrzenienie przebiegu różnych załamania nie przebiega równomiernie. Recesja nie zawsze obejmuje kraje sąsiadujące lub te o silnych powiązaniach handlowych. To jak przebiega, zależy od roli, jaką dany kraj odgrywa w gospodarce światowej i funkcji, jaką spełnia w mechanizmie transmisji. Prawdopodobieństwo zarażenia kryzysem jest w dużej mierze uzależnione również od ogólnej kondycji gospodarki narodowej. Dla oceny prawdopodobieństwa wystąpienia załamania spowodowanego relacjami ekonomicznymi z zagranicą istotne będzie nie to, czy do transmisji dojdzie, bo w dobie gospodarki otwartej nie ma innej możliwości, tylko to, jaką skalę problemów

²² S. Mazurek, *Międzynarodowa transmisja kryzysów* [w:] *Koniunktura gospodarcza. Od bańki internetowej do kryzysu subprime*, red. J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelazny, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 26-27

²³ *Ibidem*, s. 28

gospodarka jako całość jest w stanie wytrzymać. Opóźnienie czasowe przekazywania negatywnych impulsów gospodarczych jest cechą charakterystyczną danego kanału transmisji albo obszaru gospodarczego, w którym dany kanał transmisji występuje. Najszybciej impulsy negatywne przekazywane są na rynkach finansowych, najwolniej w różnych obszarach sfery makroekonomicznej (np. reakcja rynków finansowych na dane makroekonomiczne, które z zasady mówią o przeszłości).

Modele ścieżki transmisji kryzysów

Jednoczesne występowanie wielu kanałów transmisji na różnych płaszczyznach w połączeniu z opóźnieniami oraz sprzężeniami zwrotnymi znacznie utrudnia modelowanie ścieżek międzynarodowej transmisji kryzysów. Dlatego też w badaniach naukowych dominuje podejście wycinkowe, które poszukuje śladów interakcji między wybranymi zmiennymi opisującymi procesy gospodarcze w różnych krajach. Szukanie zależności między danymi opisującymi różne kraje prowadzi do pomiaru stopnia synchronizacji cyklu koniunkturalnego ich gospodarek²⁴. Synchronizacja cyklu koniunkturalnego może służyć jako wskaźnik ukazujący istnienie lub brak zjawiska zarażenia. Należy jednak pamiętać, że choć mechanizm transmisji może prowadzić do synchronizacji cykli koniunkturalnych, to nie każde współwystępowanie kryzysów musi wynikać z przeniesienia impulsów negatywnych z kraju do kraju. Podobne podejście stosowane jest w mniejszej skali w badaniach dotyczących współzależności między rynkami, a w szczególności pomiędzy rynkami finansowymi różnych krajów. Badanie korelacji między cenami aktywów finansowych oraz innymi parametrami opisującymi zachowania inwestorów i indeksów może pozwolić ocenić stopień wpływu wydarzeń jednych na sytuację w innych miejscach globu²⁵.

Ciekawe podejście do konstrukcji sformalizowanego opisu międzynarodowej transmisji kryzysów prezentuje Matt Pritsker²⁶. Jego model bazuje na tzw. jednostkach gospodarczych (economy unit), między którymi występują krajowe i transgraniczne relacje. Każda z jednostek (sektor realny, rynki finansowe, banki, inni uczestnicy rynków finansowych) ma swój model matematyczny oddający charakter jej powiązań z resztą elementów gospodarki.

²⁴ D. Harding, A. Pagan, *Dissecting the Cycle*, Working Paper, nr 6, s.2
<http://www.melbourneinstitute.com/wp/wp1999n13.pdf> , 07.04.2010

²⁵ S. Mazurek, *Międzynarodowa transmisja kryzysów* [w:] Koniunktura gospodarcza. Od bańki internetowej do kryzysu subprime, red. J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelazny, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 32

²⁶ M. Pritsker, *The Channels of Financial Contagion*, International Financial Contagion and How It Can Be Stopped, red. S. Claessens, K. Forbes, World Bank, Washington 2000,
<http://www1.worldbank.org/economicpolicy/managing%20volatility/contagion/documents/pritsker.pdf> , 08.04.2010

Rozpoznanie tych zależności stanowi podstawę budowy kilku przykładowych łańcuchów transmisji, które odpowiadają schematom przebiegu różnych rodzajów kryzysów o charakterze międzynarodowym.

W literaturze przedmiotu można się spotkać z tradycyjnym modelem kryzysów finansowych (ang. model of general financial crises), który obejmuje szybki wzrost cen określonych aktywów (akcje, nieruchomości, waluty itp.) i następującą po tym znaczącą korektę ich wyceny (ang. boom and bust) oraz koncentruje się na epizodycznej naturze manii i pojawiających się w ich następstwie kryzysów. Są również modele koncentrujące się wokół zagadnień cykliczności w gospodarce i zjawisk kryzysowych z tym związanych²⁷. Model autorstwa Hymana P. Minsky'ego dotyczy warunków gospodarczych Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii oraz innych gospodarek rynkowych. W swojej pracy nawiązuje on do klasyków, włączając Johna Stuarta Milla, Alfreda Marshalla, Knuta Wicksella oraz Irvinga Fishera, którzy również, tak jak Minsky, odwoływali się do kwestii zmienności w podaży kredytu. Tak jak Fisher, Minsky przywiązywał dużą uwagę do zachowania wysoko zadłużonych kredytobiorców, szczególnie tych, którzy zwiększają zadłużenie w celu sfinansowania inwestycji w nieruchomości, papiery wartościowe, instrumenty rynku towarowego itp., które z kolei w krótkim czasie miały im przynieść korzyści finansowe. Motywem takich transakcji jest pozytywna różnica pomiędzy oczekiwaną przez kredytobiorcę stopą zwrotu z inwestycji a oprocentowaniem kredytów – w okresie silnego wzrostu cen, gdy stopa zwrotu z inwestycji przewyższa oprocentowanie kredytu, operacja taka jest opłacalna²⁸.

Modele cykli koniunkturalnych

Model Milesa - Hayeka opiera się na adysproporcji między podażą dóbr konsumpcyjnych i inwestycyjnych w stosunku do popytu na nie. Pieniądz zmienia względne ceny i strukturę czasową produkcji, w której następuje przemieszczanie wydatków konsumpcyjnych na rzecz inwestycyjnych. Ponieważ preferencje konsumentów, co do przyszłości, nie ulegają zmianie, powstaje luka, która prowadzi do kryzysu gospodarczego, a później – ponownie do równowagi (patrz Rysunek 1)²⁹.

²⁷ Ch. Kindleberger, R. Aliber, *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, John Wiley & Sons Inc., Fifth Edition, 2005, s. 24

²⁸ H. P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw Hill, International Edition 2008, s. 192

²⁹ K. Marczak, K. Piech, *Cykle koniunkturalne: ujęcie historyczne i przegląd głównych teorii* [w:] Koniunktura gospodarcza. Od bańki internetowej do kryzysu subprime, red. J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelazny, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 20



Rysunek 1 Model Misesa - Hayeka

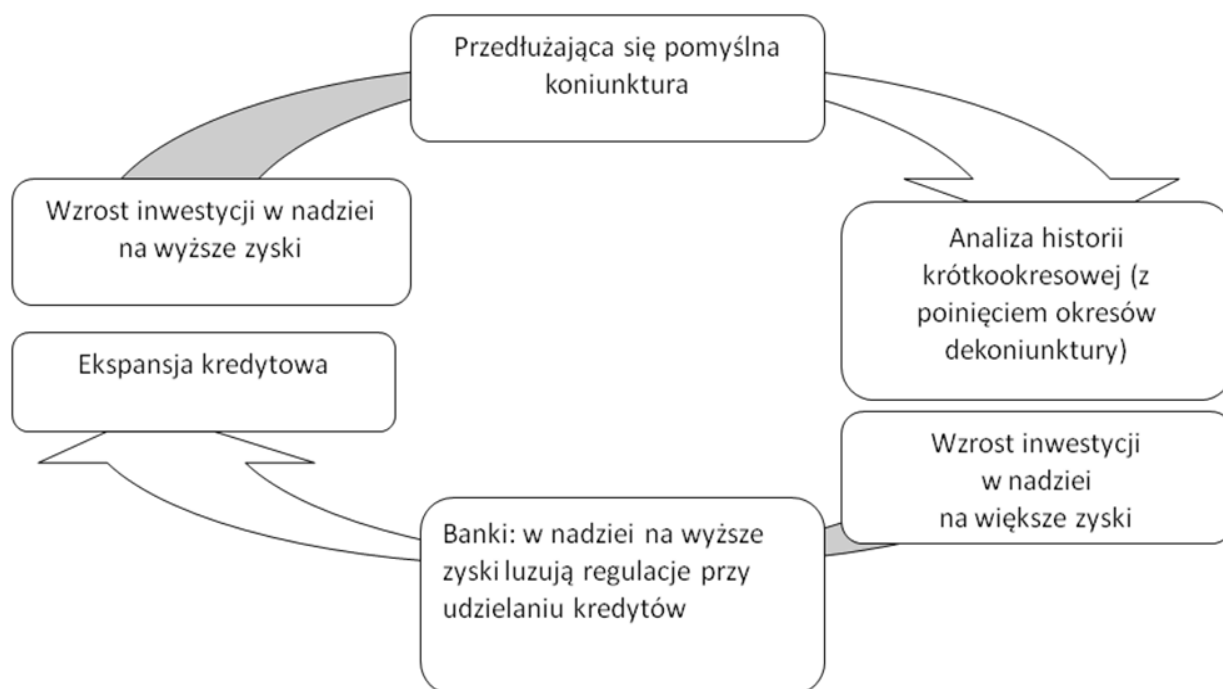
Zgodnie z tą teorią każde wywołanie sztucznego boomu (np. utrzymywanie stóp procentowych na niskim poziomie przez dłuższy czas) musi zakończyć się załamaniem. Według Ludwiga von Misesa przyczyną kryzysów gospodarczych jest nadmierna ekspansja kredytowa. „Nic nie może być jednak bardziej przekonującym dowodem teorii tłumaczącej cykl gospodarczy jako wywodzący się z interwencji na rzecz „łatwych pieniędzy” niż uporczywa odmowa porzucenia ekspansji kredytowej”³⁰.

Inna teoria nierównowagi inwestycyjnej i finansowej niestabilności jest autorstwa H. Minsky’ego z 1982 r.³¹ Bazą dla tej teorii jest model Keynesa. Ponadto C. Kindleberger, jeden z najbardziej znanych specjalistów z zakresu finansów, często korzysta z tej teorii w celu tłumaczenia ich przyczyn i konsekwencji kryzysów³². Zgodnie z nią cykl ma charakter endogeniczny, co pozwala na wyjaśnienie wielu procesów, w tym kryzysu z 1973 r. oraz kryzysu powstałego w wyniku „bańki internetowej” z początku XXI wieku.

³⁰ L. Mises, *Interwencjonizm*, Arcana, Kraków 2000, s. 75-76

³¹ H. P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw Hill, International Edition 2008, s. 113

³² Ch. Kindleberger, R. Aliber, *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, John Wiley & Sons Inc., Fifth Edition, 2005, s. 37



Rysunek 2 Model Minsky'ego

Zgodnie z modelem Minsky'ego po okresie recesji firmy przyjmują strategie konserwatywne w stosunku do finansowania przedsięwzięć. Natomiast wraz z poprawą koniunktury oraz wraz ze wzrostem liczby udanych przedsięwzięć podmiotach gospodarczych są skłonne podjąć coraz większe ryzyko w celu zapewnienia sobie większych, potencjalnych zysków z inwestycji (w przypadku rynków bankowych powoduje ekspansję rynków kredytowych). W wyniku tego dochodzi do wzrostu podaży pieniądza. Kreuje się tzw. „euphoric economy”, oparta na wierze kredytobiorców, jak i kredytodawców co do powodzenia przedsięwzięć. Wzrasta poziom zadłużenia banków, spada płynność przedsiębiorstw. Jako efekt wtórny dochodzi do zwiększenia stopy procentowej wysokopłynnych instrumentów finansowych. Spada poziom płynności finansowej banków. Ostatecznie banki stają się bardzo podatne na wydarzenia zewnętrzne oraz stają się szczególnie podatne na wszelkiego typu zjawiska o charakterze losowym (patrz Rysunek 2)³³.

Nieco inny pogląd prezentuje K. Piecha. Zgodnie z wynikami jego badań światowy cykl koniunkturalny, to wypadkowa cykli koniunkturalnych różnych krajów. Największy wpływ na kształtowanie koniunktury globalnej mają w tym modelu kraje, których udział w światowej gospodarce jest największy. Przykładem takiego kraju są Stany Zjednoczone, które od lat siedemdziesiątych XIX wieku mają największy wpływ na zmiany światowej

³³ H. P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw Hill, International Edition 2008, s. 115

koniunktury. Zasadne wydaje się powiedzenie, że „gdy gospodarka USA kichnie, świat choruje”. Również zjawisko integracji gospodarczej (np. strefa euro) przyczyniło się do tego, że grupy krajów rozwijają się w podobny sposób³⁴.

Wnioski końcowe

Globalizacja rynków finansowych sprawiła, że współczesne kryzysy gospodarcze przenoszą się znacznie szybciej na inne gospodarki. Aktualne są teorie mówiące o transmisji kryzysów (efekcie zarażania), która można nastąpić przez wiele połączonych ze sobą kanałów transmisji. Teorie te znaleźć mogą swoje potwierdzenie w kryzysie finansowym z 2008 roku, który miał swój początek w Stanach Zjednoczonych, a w rozprzestrzenił się na wiele innych państw, głównie europejskich.

Kryzys „subprime” jest kryzysem nowego typu. Zaliczyć go można do grupy kryzysów finansowych, jednak miał on swój początek, w odróżnieniu do kryzysów z lat wcześniejszych, na rynku nieruchomości. Kryzys ten nie dotknął jedynie gospodarek narodowych, ale również międzynarodowe koncerny oraz odbił się widocznie na giełdach towarowych.

The transmission of the US crisis on European economies

Abstract:

As a result of events in the United States of America in 2008, the world was plunged into the biggest financial crisis since the "Great Depression". The main objective of the article is to present how the financial crisis in the United States in the first decade of the 21st Century has impacted on other countries, mainly European economies. To achieve this objective, the paper presents the essence of a new type of crisis – a "Subprime crisis" - and its effects evoked on the global economy. The author also presents theoretical views on the international transmission of crises, transmission channels and selected models. In addition, theories which hypothesize that Globalization is a factor that accelerates the transmission of international crises have been presented.

JEL Classification: F02, F30, F31, F42, G01

Keywords: Crises, Financial Crises, Globalization, International Finance, Trade Cycle, Transmission

³⁴ K. Piech, *Polityczny cykl koniunkturalny – wnioski dla Polski* [w:] red. K. Piech, S. Pangsy-Kania, *Diagnozowanie koniunktury gospodarczej w Polsce*, Warszawa 2003, s.95

Bibliografia

1. A. Kose, E. Prasad, K. Rogoff, S. Wei, *A New look at financial globalisation*, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/280>
2. *Czy powinniśmy się bać kryzysu w USA?*, portal Comperia.pl, <http://www.comperia.pl/index/?id=c2ba1bc54b239208cb37b901c0d3b363>
3. D. Harding, A. Pagan, *Dissecting the Cycle*, Working Paper, nr 6, <http://www.melbourneinstitute.com/wp/wp1999n13.pdf>
4. *Global Stability Report MFW 2007*, <http://www.asiaing.com/global-financial-stability-report-2007-imf.html>
5. Hannuon H., *Internationalisation of financial services: implications and challenges for central banks*, Conference of the SEACEN Governors Bandar Seri Begawan, Brunei Darussalam, [za:] K. Rybiński, *Globalizacja a polityka pieniężna*, Uniwersytet Warszawski, Warszawa 2006
6. *Kredyty hipoteczne: czy kryzys w USA wpłynie na polski rynek?*, portal eGospodarka.pl <http://www.finance.egospodarka.pl/24887,Kredyty-hipoteczne-czy-kryzys-w-USA-wplynie-na-polski-rynek,1,48,1.html>
7. *Kryzysy finansowy objął Europę*, <http://www.wprost.pl/ar/140600/Kryzys-finansowy-objal-Europe/>
8. *Kryzysy finansowe, ich przyczyny, skutki i sposoby przewycięzania*, red. J. Żabińska, Akademia Ekonomiczna im. Karola Adamickiego, Katowice 2000
9. *Leksykon polityki gospodarczej*, red. U. Kalina-Prasznic, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005
10. Marczak K., Piech K., *Cykle koniunkturalne: ujęcie historyczne i przegląd głównych teorii* [w:] *Koniunktura gospodarcza. Od bańki internetowej do kryzysu*
11. Mazurek S., *Mechanizm międzynarodowej transmisji kryzysów gospodarczych*, Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu, Wrocław 2007
12. Mazurek S., *Międzynarodowa transmisja kryzysów*, [w:] *Koniunktura gospodarcza. Od bańki internetowej do kryzysu subprime*, red. J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelazny, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009
13. Minsky H. P., *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw Hill, International Edition 2008
14. Mises L., *Interwencjonizm*, Arcana, Kraków 2000
15. Morawski W., *Kronika kryzysów gospodarczych*, Wydawnictwo TRIO, Warszawa 2003
16. M. Pritsker, *The Channels of Financial Contagion, International Financial Contagion and How It Can Be Stopped*, red. S. Claessens, K. Forbes, World Bank,
17. Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009
18. *Niemiecki rząd ratuje Hypo Real Estate, bo jest „za duży żeby upaść”*, <http://wiadomosci.gazeta.pl/Wiadomosci/1,80708,5772724.html>
19. Nosek A., Pietrzak A., *Efekt domina czyli międzynarodowa transmisja kryzysów – na przykładzie współczesnego kryzysu finansowego*, [w:] *Wybrane problemy gospodarki światowej pierwszej dekady nowego wieku*, red. W. Michalczyka, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław 2009
20. *OECD: światowy wzrost gospodarczy w 2009r. ujemny*, http://www.pb.pl/a/2009/03/20/OECD_swiatowy_wzrost_gospodarczy_w_2009_r_ujemny?Font=pluss

21. Piech K., *Polityczny cykl koniunkturalny – wnioski dla Polski* [w:] red. K. Piech, S. Pangsy-Kania, *Diagnozowanie koniunktury gospodarczej w Polsce*, Warszawa 2003
22. *Przyczyny i skutki kryzysu w USA*, portal Bankier.pl, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Przyczyny-i-skutki-kryzysu-w-USA-1739652.html>
23. Raus D., *Materiały i studia. Determinanty i metody szacowania ryzyka kryzysu walutowego*, NBP, Warszawa 2000
24. Romanie R., *Niemcy w obliczu kryzysu finansowego w USA*, www.dw-world.de

