

„Ekonomia kryzysu” N. Roubiniego i S. Mihma

Tomasz Pilewicz

W jednej z popularnych anegdot, które powstały w trakcie zawirowań finansowych w ostatnich latach, jeden z finansistów pracujących na Wall Street zwrócił uwagę swojemu koledze, że w związku z tym co się dzieje na rynkach finansowych, nic nie jest w stanie zrozumieć. Kolega odpowiedział, żeby finansista był spokojny, bo zaraz wszystko mu wyjaśni. Nie – odpowiedział finansista, wyjaśnić to i ja potrafię.

Anegdota ta zwraca uwagę na to, że dla pełniejszego zrozumienia przyczyn, przebiegu i natury kryzysów finansowych potrzebne jest szerszy kontekst. Kontekstu tego dostarcza „Ekonomia kryzysu”, której autorzy z niezwykłą jasnością i precyzją wyjaśniają i właśnie umożliwiają zrozumienie wydarzeń ostatnich lat.

N. Roubini i S. Mihm przedstawiają tezę, według której kryzysy finansowe nie są wcale zjawiskiem niezwykłym. Przeciwnie, są one białymi, a nie czarnymi łabędziami, jak zwykle się o nich mawiać. Co więcej można je przewidywać i przygotowywać się do nich, a czas ich występowania jest zdaniem autorów oknem szansy na wprowadzanie istotnych zmian i reform⁵⁶³.

Oprócz niezwykle barwnych historycznych peregrynacji związanych z przeglądem teorii wyjaśniających przyczyny kryzysów ekonomicznych, wśród których wymieniona została m.in. oryginalna teoria W.S. Jevonsa⁵⁶⁴, autorzy skupiają się na interpretacji wydarzeń najnowszych, przewidywaniem ich skutków i przedstawieniem szeregu szczegółowych zaleceń i uprawnień, których wprowadzenie miałyby uczynić obecny system finansowy bardziej stabilnym.

Do przyczyn ostatniego kryzysu finansowego autorzy zaliczyli wystąpienie tzw. systemu najwyższego ryzyka, na który składały się m.in. innowacje finansowe, słaby ład korporacyjny, polityka łatwego pieniądza, czy alternatywny system bankowy.

⁵⁶³ Zdaniem autorów kryzysy nie są wyjątkiem, ale regułą, a gwałtowne załamania gospodarcze występują zawsze po okresie niepohamowanego boomu związanego z przekroczeniem rzeczywistej, wewnętrznej wartości danego dobra. Pęknięcia baniek poprzedzone są momentem, w którym cena przecenionego dobra stabilizuje się „a na gładkiej powierzchni zaczynają pojawiać się pierwsze pęknięcia”.

⁵⁶⁴ Według W.S. Jevonsa to okresowe zaburzenia mające miejsce na zewnątrz systemu uruchamiają ciągi zdarzeń, które przyczyniają się do powstania kryzysów i są one powodowane plamami na słońcu, które zakłócają warunki produkcji rolniczej i doprowadzają gospodarkę do wytrącenia z równowagi.

Kluczowa jednak dla zrozumienia występowania powstających nadużyć jest tzw. pokusa nadużycia (*moral hazard*). Pokusa nadużycia ma miejsce wtedy, gdy chętnie podejmowane jest ryzyko, którego w normalnych warunkach raczej by unikano, ze względu na świadomość, że wszelkie negatywne konsekwencje poniesie nie dany podmiot, ale ktoś inny lub, że z tytułu tych negatywnych konsekwencji wypłacone zostanie finansowe odszkodowanie. To właśnie pokusa nadużycia wspierała zdaniem autorów akcję kredytową i sprzedawanie kredytów oraz dzieleniu związanego z nimi ryzyka ich niespłacenia, a następnie odsprzedawania go na rynku, co ze względu na skalę zjawiska sprzyjało pompowaniu bańki spekulacyjnej.

Autorzy bez ogródek wskazują, że tzw. swapy za zwłokę w spłacie kredytu (*CDS – credit default swap*), czyli instrumenty finansowe polegające na ubezpieczaniu się na wypadek niewypłacalności dłużnika, stały się instrumentem spekulacji, gdzie zaistniał interes by scenariusz niewypłacalności, którą rzeczony swap zabezpieczał, się spełnił. Zdaniem autorów to tak jakby zakupić ubezpieczenie na dom, który należy do kogoś innego i „przyłożyć rękę do jego podpalenia”. Swapy za zwłokę w spłacie kredytu i inne pochodne instrumenty finansowe miały być instrumentami ograniczającymi ryzyko, lecz w przypadku pęknięcia bańki spekulacyjnej i masowych wezwań do uzupełnienia depozytów, stały się poważnym zagrożeniem dla instytucji je skupujących, takich jak np. AIG i zagroziły ich bankructwem.

Istotą do zrozumienia skutków pęknięcia bańki spekulacyjnej jest zdaniem autorów różnica w naturze płynności aktywów i pasywów każdego banku. Banki dzięki gromadzonym depozytom pożyczają je innym w postaci kredytów, w tym w postaci długoterminowych kredytów hipotecznych. Przyjmując depozyty, udzielają kredytów, a odsetki umożliwiają im osiągnięcie zysków. Istotną kwestią jest jednak to, że pasywa banku, czyli złożone w banku depozyty są płynne, a aktywa, czyli udzielone i zainwestowane kredyty – niepłynne i nie da ich się szybko zamienić na środki pieniężne. Ma to szczególne znaczenie dla rozumienia istoty skutków paniki bankowej, która w przypadku braku możliwości szybkiego uzupełnienia depozytów nieuchronnie prowadzi do bankructwa banku. Przebieg kryzysu ostatnich lat i zagrożenie bankructwem banków, towarzystw ubezpieczeniowych oraz innych podmiotów gospodarczych wiąże się z bezprecedensową akcją ratunkową dla podmiotów dotkniętych jego skutkami. „Ekonomia kryzysu” uświadamia ogromną skalę dokonanych interwencji i dowodzi, że działania podjęte np. przez FED w Stanach Zjednoczonych w celu ratowania zagrożonych niewypłacalnością podmiotów doprowadziły do tego, że bankowość centralna zmieniła swoją zasadniczą rolę. Od momentu rozpoczęcia tak szerokich interwencji banki centralne stały się już nie tylko pożyczkodawcą ostatniej instancji, ale nawet jedynym pożyczkodawcą oraz inwestorem i to pierwszej instancji.

Zdaniem autorów uzasadnieniem tak wielki interwencji była obawa przed spadkiem ogólnego popytu w gospodarce i wystąpieniem tzw. deflacji długu, następstwa kryzysów „wprawiającego w drżenie” wszystkich decydentów odpowiedzialnych za politykę pieniężną. Zjawisko występuje, gdy przy jednoczesnym spadku popytu na towary jak ma to miejsce w trakcie recesji, dłużnicy zaczynają masowo spłacać zaciągnięte zobowiązania. Niższe ceny towarów i usług paradoksalnie, zdaniem I. Fishera, autora teorii deflacji długu, zwiększają siłę nabywczą pieniądza, a zatem również realne obciążenie długu, który pozostaje do spłacenia i pomimo tego, że kredytobiorcy starają się ograniczyć swoje zadłużenie, nie przestaje ono rosnać. Oprócz niezwykle ciekawych rozważań i dylematów związanych z kierunkiem rozwoju świata, dalszej roli Stanów Zjednoczonych, znaczenia dolara i krajów rozwijających się, autorzy książki zaproponowali w niej cały wachlarz zaleceń, których wdrożenie miałyby się przyczynić do ograniczenia przyczyn obecnego kryzysu.

Do najważniejszych należy m.in. uporządkowanie kwestii zasad przyznawania wynagrodzeń finansistów w kierunku promowania za długoterminowy stabilny rozwój, a nie wielkie wygrane od chwilowych sukcesów, które przy braku konsekwencji za porażki sprzyjają podejmowaniu niepoohamowanego ryzyka. Autorzy przygotowali zalecenia dotyczące zmiany zasad finansowania agencji ratingowych, uporządkowania instrumentów pochodnych, wprowadzenia dynamicznego systemu utrzymywania rezerw, zwiększenia znaczenia i uprawnień nadzoru bankowego, czy zmiany ścieżki bankructwa podmiotów gospodarczych. Ogromną wartością zaproponowanych przez autorów rozwiązań jest poddanie każdego z nich krytyce, pokazanie ich ograniczeń i konsekwencji wprowadzenia, zgodnie z zasadą, że każde rozwiązanie i system jest tak dobry jak ludzkie, którzy za niego odpowiadają.

„Ekonomia kryzysu” to lektura pouczająca, napisana z niezwykle przenikliwością i warta przeczytania, zwłaszcza, że „kryzysy to coś, co ludzkość zna od zawsze i o czym nie będzie miała okazji zapomnieć”.