

Gospodarcze tsunami

TEKST RADOŚLAW GASZA

transza (1)

To pod naciskiem polityków zaczęto rozluźniać wymogi kredytowe wobec biednych pożyczkobiorców. Rozrzutna polityka w zakresie finansów publicznych, podnosząca deficyt budżetowy do niewyobrażalnych rozmiarów, interwencjonizm, czyli ręczne sterowanie gospodarką przez polityków i będąca jego konsekwencją luźna polityka monetarna FED po 2000 roku, latami nadmuchiwały balon, który musiał pęknąć

Kryzys gospodarczy, który wybuchnął nagle w 2008 roku, zaskoczył wielu. Lata gospodarczej prosperity uspiły czujność; zapomnieliśmy, że stałą cechą gospodarki jest to, że nie rozwija się w sposób równomierny. Cykle koniunkturalne nie są rzeczą nową. Są znane i badane od dawna. Siedem lat tłustych, a później siedem lat chudych to przecież opisana w I Księdze Mojżeszowej historia Józefa. W przypadku obecnego kryzysu, oprócz do tej pory występujących elementów, pojawiły się nowe czynniki, pogłębiające jego rozmiary.

Podstawową różnicą jest to, że obecny kryzys najpierw objawił się w sferze finansowej gospodarki i to na dodatek na Wall Street, w samym sercu finansowego świata. Początkowo był to kryzys giełdowy i kryzys kredytów hipotecznych. Konsekwencją był kryzys systemu bankowego, potem kryzys systemu pieniężnego, który szerokim strumieniem rozlał się bezpośrednio na sferę realną gospodarki, przynosząc coraz bardziej widoczny kryzys geopolityczny. Aby lepiej to wszystko zrozumieć, warto podjąć próbę znalezienia związku przyczynowo-skutkowego. W praktyce procesy te (kryzysy) zachodziły równolegle i często były to sprzężenia zwrotne. Praprzyczyny tego kryzysu można upatrywać w oderwaniu sfery finansowej od tej realnej i obu z nich od sfery duchowej.

Co się stało na giełdzie?

Giełda jest najbardziej efektywnym miejscem alokacji kapitału. Na giełdzie pomysły biznesowe w postaci spółek akcyjnych (spółek anonimowych) szukają kapitału do realizacji swoich planów. Ich pierwotni właściciele sprzedają swoje wizje, prognozy, plany, obiecując dostarczyć kapitału zapewnienie w przyszłości godziwego zwrotu. W zamian za uzyskanie ułamkowej części prawa własności do spółki (akcje), druga strona przekazuje kapitał umożliwiający ich realizację. Akcja świadczy o udziale w kapitale spółki akcyjnej, daje prawo do obecności na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy i uprawnia do udziału w zyskach i otrzymywania dywidendy. Nie gwarantuje jednak zwrotu kapitału czy odsetek. Inwestując w akcje, należy więc właściwie oszacować zdolność danej spółki do przyniesienia w przyszłości dywidend. Wartość akcji wynika z gotówki, jaką ona generuje i dlatego powinna być oparta na zaktualizowanej, uwzględniającej wartość pieniądza w czasie, wartości wszystkich przyszłych

dywidend wypłacanych przez daną spółkę. Oczywiście mamy tu do czynienia z przewidywaniem przyszłości, z szacowaniem przyszłych korzyści, ryzyka, itd., dlatego różni inwestorzy mogą daną akcję różnie wyceniać i jej cena może ulegać dużym wahanom, ale nie zmienia to faktu, że w końcu jedynym pożytkiem, jaki daje akcja, jest dywidenda.

W praktyce giełdowej ostatnich lat mieliśmy jednak do czynienia z zerwaniem tego związku. Wysoka wycena akcji na giełdzie była akceptowana przez kupującego nie dlatego, że spodziewał się on wysokich dywidend, ale z przekonania, że jutro te akcje da się komuś drożej odsprzedać.

Przyczyn tego stanu można szukać w dwóch źródłach. Pierwszym z nich są zbyt optymistyczne założenia co do przyszłości i możliwości rozwoju danej spółki. Można tu mówić o swego rodzaju sprzedawaniu marzeń. Wysoko wyceniając akcje, liczone na realizację bardzo optymistycznych scenariuszy w przyszłości. Druga grupa przyczyn jest pochodną wielkości popytu na akcje, wynikającą z dużej podaży kapitału na giełdzie. Łatwy dostęp do taniego pieniądza, czy nawet formalno-prawne nakazy inwestycji na rynku giełdowym powodowały coraz większy popyt na akcje, którego (przy niewystarczającej podaży akcji) konsekwencją był oderwanie od wyceny fundamentalnej wzrost cen akcji. Dobrym przykładem jest tu polska giełda i regulacje dotyczące funduszy emerytalnych, które, de facto, powodowały stały dopływ kapitału na giełdę i windowały ceny akcji, bez względu na ich ekonomiczne fundamenty. Przy małym i płytkim rynku powodowało to wzrost wartości wszystkich akcji, bez większego związku z ekonomicznym stanem spółek.

Można brutalnie powiedzieć, że taki model jest swego rodzaju piramidą finansową. Mógł on funkcjonować tak długo, jak długo znajdowali się nowi gracze. W momencie zatrzymania dopływu nowych środków balon pęka. A dopływ nowych środków na giełdę został zahamowany w momencie wybuchu kryzysu kredytowego związanego z finansowaniem nieruchomości w USA. Euforia, jaka towarzyszyła szybkiemu powstawianiu często wirtualnych fortun, szybko ustąpiła panice, potęgowanej ponoszonymi, niestety często bardzo bolesnymi stratami. Warto też pamiętać o mechanizmie wahadła – wysoka wycena akcji w czasach koniunktury powoduje gwałtowny spadek cen, nawet ze wzmoczoną siłą, w czasach dekonunktury. Wcześniejsza,

duża chciwość zastępowana jest jeszcze większym strachem.

Kredyty hipoteczne

Analogiczny mechanizm, jak przy wycenie akcji przez giełdę, objawił się na rynku nieruchomości. Tani pieniądz i łatwy dostęp do kredytu powodował generowanie stałego popytu na nowe, coraz większe, ładniejsze i droższe domy, co w konsekwencji, ponieważ podaż nie rosła tak szybko, przynosiło stały wzrost cen nieruchomości. Przyjęto przy tym błędne wytłumaczenie tego stałego wzrostu, zakładając, że ponieważ ziemia jest dobrem limitowanym (po prostu jej nie przybędzie), wzrost cen nieruchomości jest cechą stałą. Takie rozumowanie doprowadziło do uruchomienia lawiny kredytów hipotecznych. Tak długo, jak oprocentowanie kredytu było mniejsze od wzrostu cen nieruchomości, racjonalnym wydawało się udzielanie kredytu hipotecznego każdemu zainteresowanemu. W końcu, nawet jeżeli kredytobiorca nie miał bieżącej zdolności kredytowej, to w ostateczności bank zakładał odzyskanie kredytu przez zajęcie i sprzedaż nieruchomości. Odnaleziono swoiste bankowe perpetuum mobile – bez żadnego ryzyka bank mógł zarabiać, udzielając kredytu, a kredytobiorca mógł go zaciągać bez ryzyka, mając gwarancję spłaty w rosnącej wartości nieruchomości. Pojawiły się kredyty zwane w USA jako NINJA (*no income, no job, no assets*) – nie trzeba było mieć dochodów, pracy czy jakiegokolwiek innego zabezpieczenia, wystarczyło znaleźć na rynku nieruchomości. Mieliśmy do czynienia z kolejną piramidą finansową, balonem inwestycyjnym, który mógł funkcjonować tak długo, jak długo do systemu wchodziły nowe osoby. W momencie jednak, gdy chętnych nie przybywało, pojawiało się coraz więcej nieruchomości przejmowanych przez banki od zalegających kredytobiorców i balon pękł. Zwiększona podaż nieruchomości przy jednocześnie zmniejszającym się (bo nie było nowych chętnych do piramidy) popycie na nieruchomości spowodowały spadek cen nieruchomości, a tak naprawdę przywracanie ich wyceny do racjonalnych wielkości.

Często oskarża się Wall Street, że odpowiada za cały ten kryzys, ale to nie do końca prawda. Korzenie kryzysu są głębsze i mają też charakter polityczny. Wielkie fundusze hipoteczne Fannie May i Freddie Mac, od których upadku zaczęła się katastrofa, były budowane częściowo za publiczne pieniądze i spełniały też życzenia polityków. To ▷



pod ich naciskiem zaczęto rozluźniać wymogi kredytowe wobec biednych pożyczkobiorców. Rozrzućna polityka w zakresie finansów publicznych, podnosząca deficyt budżetowy do niewyobrażalnych rozmiarów, interwencjonizm, czyli ręczne sterowanie gospodarką przez polityków i będąca jego konsekwencją luźna polityka monetarna FED po 2000 roku, latami nadmuchiwały balon, który musiał pęknąć. To jeden z jaskrawych przykładów ekonomicznego upadku państwa opiekuńczego, przy czym, oprócz wydatków na „welfare”, nałożyły się jeszcze wzmożone wydatki „warfare” związane z wojną z terroryzmem.

Powyższy opis wyjaśnia mechanizm kryzysu na rynku nieruchomości i jest wstępem do wyjaśnienia kryzysu bankowego. Chociaż dotyczy bezpośrednio rynku amerykańskiego, to najważniejsze jego elementy możemy obserwować i w Polsce.

Kryzys systemu bankowego

Kryzys bankowy został zapoczątkowany w momencie, gdy zachwiana została obsługa kredytów hipotecznych, a ich windykacja przez bank nie przynosiła oczekiwanych wpływów. Bank odzyskiwał tylko część udzielonego kredytu. Niestety, nie jest to jedyny skutek. Mechanizm jest bardziej

złożony i rozległy. Problemy bowiem dotyczyły nie tylko banku bezpośrednio udzielającego takiego kredytu. Nie tylko on tracił. To tylko wierzchołek góry lodowej. Musimy bowiem tutaj zrozumieć mechanizm tworzenia przez banki pieniądza.

Dla banku udzielenie kredytu jest aktywnym. Bank, udzielając kredytu, jednocześnie uzyskuje od kredytobiorcy rozłożoną w czasie należność. Zakładano przy tym, że w przypadku kredytu hipotecznego nie występuje w praktyce ryzyko (jak opisano powyżej), iż bank swoich pieniędzy (plus odsetki) w przyszłości nie odzyska. Chcąc zarobić więcej, bank był jak najbardziej



Przyczyny tego kryzysu można upatrywać w oderwaniu sfery finansowej od tej realnej i obu z nich od sfery duchowej

kapitału – banków inwestycyjnych, różnego rodzaju funduszy inwestycyjnych czy emerytalnych. Miały one sporo wolnych środków, które z chęcią w taki pośredni sposób mogły inwestować w – jak się wydawało – pozbawione ryzyka inwestycje na rynku nieruchomości. Dochodziło więc do budowy kolejnej piramidy, łańcuszka finansowego. Można nawet pokusić się o stwierdzenie, że łańcuszek ten to tak naprawdę wąż zjadający swój własny ogon. Często bowiem były sytuacje, gdy kredytobiorca zaciągał kredyt hipoteczny w wysokości większej niż wydatki konieczne na zakup nieruchomości, a nadwyżkę lokował w fundusze, które kreując popyt, windowały ceny nieruchomości.

Gdy pojawiły się problemy ze spłatą długów przez kredytobiorców, automatycznie przełożyły się one na kłopoty banków hipotecznych, które nie były w stanie obsługiwać swoich zobowiązań. Uwidoczniła została różnica pomiędzy papierową (księgową) wyceną nieruchomości (i kredytów) a ich faktyczną wartością rynkową; pojawiły się tak zwane „toksyczne aktywa”. Okazało się, że niektóre, uznane za bezpieczne, instrumenty finansowe, są w praktyce nic nie warte, a niektórzy, do tej pory posiadający najlepsze oceny wystawiane przez wyspecjalizowane agencje (ratingi), emitenci są niewypłacalni. Trudno było ustalić, jaka jest jakość danych papierów wartościowych, trudno było nawet ustalić wiarygodność wystawiających je na rynek instytucji. Toksyczne aktywa zarażały coraz to nowe papiery wartościowe. Różne ratingi, wskaźniki wiarygodności, statystyczne modele wyceny ryzyka „brały w łeb” – ich wiarygodność opierała się bowiem na prawdziwości i stabilności założeń, a właśnie upadek podstawowych założeń jest jedną z najważniejszych przyczyn tego kryzysu. Pojawił się bowiem nieznamy wcześniej na taką skalę problem wzajemnego zaufania. Jednocześnie, aby wywiązywać się z własnych zobowiązań, banki potrzebowały gotówki.

Zgodnie z klasycznymi regułami kapitalizmu, konsekwencją takiego stanu jest wyprzedaż aktywów po coraz niższej cenie i dojście w końcu do ceny równowagi.

Można przewidywać, że tak jak przez lata wycena papierów wartościowych nieracjonalnie urosła, tak teraz gwałtownie spadłaby, by odnaleźć wartość równoważenia popytu i podaży. Oczywiście, mogłoby się okazać, że są instytucje, w których tak wyceniony w nowych warunkach majątek nie pokrywa zobowiązań. Nie będąc w stanie się z nich wywiązywać, w konsekwencji instytucje te zbankrutują. Powodować to może ogromne perturbacje i straty wierzycieli, a poprzez efekt domina może dotyczyć pośrednio wiele innych podmiotów. To rozwiązanie ma jednak tę zaletę, że po takim gwałtownym załamaniu otoczenie rynkowe jest oczyszczone i gotowe do budowania od nowa. Po przejściu takiego „bolesnego tsunami”, po usunięciu chorej tkanki gospodarczej, powstają nowe organizmy.

W 2008 roku uznano jednak, że tzw. koszty społeczne takich upadków byłyby za duże. Po upadku jednego dużego banku Lehman Brothers, obawiając się załamania globalnego, jakie mogłoby powstać po upadku kolejnych globalnych instytucji, władze uznały, że jest to zbyt ryzykowne dla istniejącego porządku i robiły wszystko, by nie dopuścić do bankructwa kolejnych podmiotów. Przyjęto dyskusyjny pogląd, że udzielenie publicznej (rządowej) pomocy zapobiegającej upadkom często prywatnych instytucji finansowych, będzie mniej kosztowne niż zezwolenie na ich bankructwo. Przyszedł czas na nieznanne do tej pory interwencje.

Załamanie na giełdzie i kryzys bankowy to najbardziej widoczne owoce przyjętego na przełomie XX i XXI wieku sposobu gospodarowania. Doświadczenia ostatnich miesięcy pokazują, że załamanie to nie ograniczyło się tylko do sfery finansowej, ale przeniosło się do sfery realnych procesów gospodarczych. Kolejne odsłony kryzysu obnażyły słabość pieniądza, czyli fundamentu wymiany, na którym zbudowana jest gospodarka. To z kolei doprowadziło do postawienia jeszcze bardziej podstawowych pytań: czy ten gospodarczy kryzys nie jest zewnętrzną oznaką większych problemów?

RADOSŁAW GASZA

(dokończenie w następnym numerze).

zainteresowany udzieleniem jak największej ilości takich „pewnych” kredytów. Limitem akcji kredytowej były płynne środki, jakie bank posiadał. Aby taką płynną gotówkę pozyskać, konieczna była zamiana długoterminowego aktywa (udzielonego wcześniej kredytu) na płynne aktywo, którym można było obracać. Zabiegu tego dokonywano poprzez tzw. sekurytyzację. Bank hipoteczny zaciągał kredyt, którego zabezpieczeniem były przyszłe należności z udzielonych kredytów (sprzedawał go w formie obligacji, tzn. „opakowywał portfel kredytowy”). Taki instrument finansowy był łakomym kąskiem dla posiadaczy