

**Tomasz Zieliński**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

# **„ZARAŻENIE FINANSOWE” ŹRÓDŁEM RYZYKA SYSTEMOWEGO**

## **Wprowadzenie**

Jednym z kluczowych czynników decydujących o stabilności systemów gospodarczych jest specyficzna lub systemowa natura ryzyka, na jakie są narażone. Dopóki ryzyko ma charakter specyficzny, dopóty stanowi zagrożenie dla pojedynczych podmiotów, nie zagrażając stabilności całego systemu, rynku czy gospodarki. Z chwilą, gdy ryzyko nabiera charakteru systemowego, w jednakowym stopniu oddziałuje na większą grupę podmiotów, będąc źródłem zagrożenia niemożliwego do neutralizacji przez zróżnicowanie form działalności, formalnie określane mianem dywersyfikacji. Jako tradycyjne źródło ryzyka systemowego uznać należy przede wszystkim niekorzystne zmiany parametrów gospodarczych, mających charakter egzogeniczny wobec całego systemu ekonomicznego. Doświadczenia kryzysowe ostatnich lat wzmogły ożywioną dyskusję na temat innego źródła ryzyka systemowego, jakim dla gospodarki stało się zjawisko „zarażenia” (*contagion*). W jego wyniku jednostkowy szok gospodarczy, niczym choroba zakaźna, przenosi się na kolejne podmioty, przekształcając się w ryzyko systemowe. Kanałem umożliwiającym propagację problemów pojedynczej instytucji na cały system stają się wzajemne powiązania gospodarcze natury organizacyjnej, funkcjonalnej, prawnej czy politycznej. W tym kontekście na szczególną uwagę zasługuje zjawisko „zarażenia finansowego” (*financial contagion*). Jako szczególny przypadek szerszego procesu wynika z rosnącego znaczenia sektora finansowego, który w ostatnich latach otacza gospodarkę realną siecią o coraz mniej symbiotycznym, a w znacznej mierze pasożytniczym charakterze. Przedmiotem opracowania jest próba systematyzacji i krótkiej charakterystyki kanałów i mechanizmów „zarażenia” ze szczególnym naciskiem na proces „zarażania finansowego”.

## 1. Istota zjawiska „zarażania” w systemie gospodarczym

Termin „zarażenie” został po raz pierwszy wprowadzony w czerwcu 1997 roku, kiedy kryzys walutowy w Tajlandii rozprzestrzenił się szybko najpierw na inne kraje środkowej Azji, a następnie na Rosję i Brazylię. Od tego czasu ekonomiści traktują proces „zarażenia” jako przedmiot odrębnych badań<sup>1</sup>. Dla potrzeb niniejszego opracowania zjawisko „zarażenia” może być traktowane jako proces przenoszenia negatywnych zjawisk zachodzących w ramach jednego rynku, gospodarki czy kraju na kolejne organizmy przy braku identyfikowalnych, fundamentalnych przesłanek takiego procesu<sup>2</sup>. Sprowadzając chwilowo problem zarażenia do rynków papierów wartościowych (które w ujęciu modelowym mogą być traktowane jako uproszczona forma funkcjonowania bardziej złożonych organizmów gospodarczych), sformułowaną definicję mechanizmu zarażenia można poddać bezpośredniej weryfikacji, opierając się na równaniu (1):

$$r_i = \alpha_i + \beta_i f + u_i. \quad (1)$$

Zgodnie z równaniem stopa zwrotu realizowana na rynku lokalnym zależy od wielu czynników makroekonomicznych  $f$  oraz od komponentu specyficznego  $u$ . Ze zjawiskiem zarażenia pomiędzy różnymi rynkami mamy do czynienia w sytuacji, gdy komponenty specyficzne występujące w opisujących je równaniach pozostają we wzajemnej korelacji. Oznacza to bowiem występowanie zgodności zmian cen na poszczególnych rynkach, która nie ma uzasadnienia w przesłankach fundamentalnych.

Sformułowana modelowa interpretacja zjawiska zarażenia krytykowana jest ze względu na dwie zasadnicze słabości. Pierwsza z nich wiąże się z wątpliwościami co do możliwości wyodrębnienia kompletnego zbioru istotnych czynników fundamentalnych. W sytuacji zaś, gdyby któryś został pominięty, istnieje obawa, że to właśnie jemu należałoby przypisać unisono zmian rynkowych stóp zwrotu. Wątpliwość kolejna wiąże się z możliwością występowania zjawiska określanego jako *cross-market hedging*. Chcąc wyjaśnić naturę tego zjawiska, należy na wstępie założyć, że rynki finansowe w poszczególnych krajach realizują długoterminowe wskaźniki wzrostu i ryzyka, opierając się na zbiorze czynników makroekonomicznych i niezależnym od nich komponentcie specyficznym. W krótkim okresie poszczególni inwestorzy nie mogą wprawdzie mieć efektywnej wiedzy na temat kształtowania wskaźników makroekonomicznych, mogą jednak wchodzić

<sup>1</sup> The Financial Sector and the Real Economy. D. Peetz and H. Genreith, Institute for Applied Risk Management, Germany, <http://www.paecon.net/PAERReview/issue57/PeetzGenreith57.pdf>.

<sup>2</sup> M. Pritsker: The Channels for Financial Contagion. August 11, 2000.

w posiadanie informacji o czynnikach krótkoterminowych, w sposób gwałtowny wpływających na komponent specyficzny. W takiej sytuacji, dążąc do maksymalizacji korzyści, dokonują rekonstrukcji swojego portfela na rynku, w którym owa zmiana wystąpiła. Tym samym jednak zmieniają swoją pozycję m.in. w stosunku do czynników makroekonomicznych, wspólnych dla różnych rynków. Chcąc się zabezpieczyć przed powstałym w związku z tym ryzykiem, mogą dokonywać re-balansujących (hedgingowych) transakcji na innych rynkach, przenosząc tym na nie specyficzne wahania z rynku rodzimego.

Wobec powyższego, zamiast opisu modelowego zjawiska, bardziej użytecznym zabiegiem może być identyfikacja i charakterystyka głównych kanałów transmisji zmienności, które dalej określane będą mianem „kanałów zarażania”. W tym kontekście również bardziej celowe może być rozszerzenie definicji zarażenia do sytuacji, w której gwałtowne i niekorzystne zdarzenia występujące na jednym rynku przenoszą się na sąsiednie. Jako kwestię drugorzędą w tym kontekście traktuje się jawnie makroekonomiczny bądź specyficzny charakter tych zmian.

## 2. Związki systemowe sprzyjające zjawisku „zarażenia” w gospodarce

Gospodarka każdego kraju jest złożonym systemem, w ramach którego tradycyjnie wyodrębnia się sektor realny i sektor finansowy. Dla celów uproszczonej analizy procesów zarażania system gospodarczy można rozpatrywać jako składającą się z kilku zasadniczych ogniw:

- 1) sektora realnego ( $RS$ ),
- 2) rynków finansowych ( $FM$ ),
- 3) banków ( $Banks$ ),
- 4) pozabankowych uczestników rynków finansowych ( $I$ ).

Wyodrębnienie tych ogniw pozwala w sposób formalnie uproszczony zaprezentować rolę, jaką pełnią w procesie zarażania, oraz zidentyfikować kanały przenoszenia niestabilności.

W największym uproszczeniu, podstawowym parametrem reprezentującym sferę realną gospodarki ( $RS$ ) może być produkt krajowy brutto. Jego gwałtowne zmiany są miarą szoków, które w wyniku zarażenia mogą zostać przeniesione na inne gospodarki:

$$RS_n = f1(FM_n + Banks_n + RS_{others}) + \varepsilon_n. \quad (2)$$

Zmiany PKB kraju  $n$  są w uproszczeniu funkcją działalności rynku finansowego kraju  $n$ , funkcjonujących w nim banków, gospodarek realnych innych krajów oraz zmienności czynników specyficznych dla gospodarki  $n$ . Zarówno rynki finansowe, jak i banki bezpośrednio oddziałują na funkcjonowanie gospodarki, wspomagając rynkową alokację kapitału. Gospodarki realne innych krajów wpływają bezpośrednio na gospodarkę kraju  $n$  ze względu na wartość eksportu netto charakteryzującego bilateralne relacje. Jako komponent specyficzny zależności (2) uznano te czynniki, które pozostając (w ogromnym uproszczeniu) w izolacji od interakcji międzynarodowych, charakteryzują specyfikę danego kraju (np. polityka gospodarcza, fiskalna, polityka kursu walutowego, w pewnych sytuacjach polityka monetarna i in.).

Integralnym ogniwem gospodarki każdego kraju jest rynek finansowy ( $FM$ ). Wycena aktywów rynkowych przekłada się na przepływy finansowe podmiotów sfery realnej, wpływając na ich kondycję. Dla celów formalnych można uznać, że rynek finansowy danego kraju opisywany jest poprzez wskaźniki jego płynności i indeksy rynkowe. W takiej sytuacji uproszczony opis formalny przybiera postać:

$$FM_n = f2(Banks_{all} + NBFMP_{all} + RS_n) + \varepsilon_n. \quad (3)$$

Funkcjonowanie rynków finansowych wymaga w praktyce obecności pośredników finansowych, którymi mogą być banki oraz pozabankowi uczestnicy rynków finansowych kraju macierzystego i innych krajów. Ich decyzje inwestycyjne są podstawową determinantą funkcjonowania rynków. Czynnikiem, który w sposób dominujący winien kształtować funkcjonowanie rynków finansowych, powinna być sfera realna gospodarki, zgłaszająca zapotrzebowanie w zakresie pozyskiwania i inwestowania kapitału finansowego, jak również zarządzania ryzykiem finansowym. Podobnie jak dla sfery realnej, również w odniesieniu do rynków finansowych wyodrębnić można czynniki specyficzne, niewrażliwe na zewnętrzne oddziaływania.

Kluczowym pośrednikiem finansowym, kojarzonym najczęściej ze zjawiskiem zarażenia, są banki. Ich bezpośredni związek z gospodarką każdego kraju wiąże się przede wszystkim z funkcją alokacji kapitału w oparciu o działalność depozytowo-kredytową. Zakładając, że kondycja banku opisywana jest przede wszystkim przez strukturę jego aktywów i pasywów, płynność i ekspozycje na ryzyko rynkowe, można ją przedstawić za pomocą równania:

$$Banki_n = f3(Banki_{inne} + FM_{wszystkie} + NBFMP_{wszystkie} + RS_{wszystkie}) + \varepsilon_n. \quad (4)$$

Kondycja banków kraju  $n$  jest, jak należy przypuszczać, uzależniona od kondycji wszystkich gospodarek realnych, z którymi banki utrzymują stosunki depozytowo-kredytowe, rynków finansowych, na których utrzymują swoje pozycje in-

westycyjne, jak również banków innych krajów oraz niebankowych pośredników rynków finansowych, które dla banków  $n$  są stroną transakcji finansowych.

Wyodrębnienie odrębnej kategorii niebankowych pośredników rynków finansowych (*NBFMP*) ma szczególne znaczenie w kontekście ostatnich doświadczeń kryzysów finansowych. Instytucje te gromadzą środki publiczne lub pozyskują je od banków w celu inwestowania na rynkach finansowych. Zakładając, że syntetyczna ocena *NBFMP* uwzględnia wartość instytucji i jej ryzyka, wzajemne zależności z innymi ogniwami gospodarki przedstawić można za pomocą równania:

$$NBFMP_n = fA(\text{Banki}_{\text{wszystkie}} + FM_{\text{wszystkie}} + RS_{\text{wszystkie}}) + \varepsilon_n \quad (5)$$

Interpretacja opisanej zależności ma charakter zbliżony do przypadku banku.

### 3. Główne mechanizmy „zarażenia” w gospodarce

Zaprezentowana mnogość potencjalnych związków występujących pomiędzy głównymi ogniwami gospodarek wskazuje na liczne możliwości przenoszenia potencjalnych szoków z jednego typu podmiotu na inne. Transmisja zaburzeń dokonuje się na wzór procesów łańcuchowych. Gwałtowne zmiany powstające w jednym podmiocie przenoszone są poprzez zidentyfikowane powiązania do pierwszego zbioru podmiotów powiązanych. Za ich pośrednictwem przenoszą się dalej na wzór biologicznej infekcji wirusowej. W praktyce wyróżnić można dwa typy szoków, które mogą być przenoszone w procesie zarażania. Można je określić jako:

- szoki realne,
- szoki finansowe.

Szoki realne w pierwszej kolejności powiązane są z gwałtownymi zmianami o charakterze technologicznym, politycznym, organizacyjnym. Zmiany efektywności produkcji, zmiany w strukturze gospodarki, wzrost znaczenia informacji w procesach gospodarowania – to tylko wybrane z bardzo licznej grupy zjawisk będących źródłem szoków realnych. Szoki realne mogą mieć swoje pochodzenie również w sektorze finansowym.

Można wskazać na trzy metody przenoszenia się szoków realnych pomiędzy krajami. Przypadek pierwszy dotyczy przypadkowej zbieżności wystąpienia zdarzenia niekorzystnego o tej samej naturze w krajach  $i$  oraz  $j$ . Przypadek drugi dotyczy bardzo typowej w praktyce sytuacji, w której dwa lub więcej krajów są jednocześnie narażone na oddziaływanie tego samego czynnika o charakterze

systemowym (np. gwałtowny wzrost cen paliwa). Przypadek trzeci dotyczy sytuacji „zarażenia” *sensu stricte*, tzn. przenoszenia zdarzeń niekorzystnych z kraju *i* do kraju *j*. Zestawienie kanałów transmisji tych szoków ze sfery realnej kraju *i* do sfery realnej kraju *j* zostało zaprezentowane w tabeli 1.

Tabela 1

## Ścieżki zarażenia w gospodarce

Kanał	Ścieżka „zarażenia”
1	$RS_i \rightarrow RS_j$
2	$RS_i \rightarrow Bank_k \rightarrow RS_j$
3	$RS_i \rightarrow Bank_k \rightarrow Bank_l \rightarrow RS_j$
4	$RS_i \rightarrow Bank_k \rightarrow FM_j \rightarrow RS_j$
5	$RS_i \rightarrow FM_i \rightarrow Bank_k \rightarrow RS_j$
6	$RS_i \rightarrow FM_i \rightarrow NBFMP_i \rightarrow FM_j \rightarrow RS_j$
7	$RS_i \rightarrow FM_i \rightarrow Bank_k \rightarrow FM_j \rightarrow RS_j$

Źródło: Opracowanie na podstawie M. Pritsker: The Channels for Financial Contagion. August 11, 2000, s. 8.

Najprostszy kanał przenoszenia impulsów wynika z bezpośredniego połączenia sfery realnej jednego kraju z gospodarką realną kraju drugiego (kanał 1). Najbardziej typowym przykładem takiej zależności jest spekulacyjny atak na kurs wymiany pomiędzy walutami dwóch krajów. Pojawiająca się w konsekwencji zmiana warunków konkurencyjnych (w myśl paradygmatu korzyści komparatywnych) skutkuje zaburzeniami w sferze realnej gospodarek obu krajów. Bardziej rozbudowany mechanizm transmisji zakłada obecność pośrednika finansowego, jakim jest bank *k* powiązany bezpośrednio z gospodarką *i*, ale prowadzący działalność również na terenie kraju *j*. W takim przypadku zaburzenia sfery realnej kraju *i* powodują zwykle rekonstrukcje portfela kredytowego banku *k*. W konsekwencji zintegrowanego zarządzania portfelem inwestycyjnym oraz ryzykiem bank *k* może podjąć również decyzje o charakterze kompensacyjnym na terenie kraju *j*, wpływając tym samym na jego gospodarkę (kanał 2). Zbliżony proces może występować w sytuacji, gdy bank *k* kredytujący gospodarkę *i* utrzymuje depozyt banku *l* finansującego gospodarkę *j*. Szok w sferze realnej gospodarki *i* może doprowadzić do strat (np. na skutek zdarzenia kredytowego) banku *k*. Ze względu na poniesione straty bank *k* zmuszony jest wycofać depozyt z banku *l*, który w konsekwencji ograniczy akcję kredytową w kraju *j*, przenosząc nań zaburzenia sfery realnej kraju *i* (kanał 3).

Kolejne dwa kanały zarażania (kanał 4 i kanał 5) uwzględniają interakcje pomiędzy instytucjami finansowymi a rynkami finansowymi. Przykładowo, szok sfery realnej kraju  $i$  oddziałuje na inwestujący w tym kraju bank  $k$ . Jeżeli bank  $k$  jest znaczącym graczem na rynku finansowym kraju  $j$ , wówczas za jego pośrednictwem oddziałuje na gospodarkę tego kraju. Możliwy jest również proces odwrotny, w którym niestabilność gospodarki kraju  $i$  przekłada się na niestabilność rynku finansowego. Jeżeli bank kraju  $j$  posiada znaczące inwestycje na tym rynku, wówczas może nastąpić pogorszenie jego kondycji finansowej, przekładające się na gospodarkę kraju  $j$ .

Dalsze wydłużenie łańcucha transmisji zarażenia może dokonać się poprzez uwzględnienie pośrednictwa „niebankowego finansowego uczestnika rynku” (*NBFMP*). Pośrednik ten (np. dom inwestycyjny, fundusz powierniczy, fundusz hedgingowy) inwestuje aktywnie na rynkach finansowych krajów  $i$  oraz  $j$ . Wobec zawirowań sfery realnej kraju  $i$  oraz konieczności zmian pozycji inwestycyjnej na rynku finansowym tego kraju, pośrednik dokonuje równoważącej restrukturyzacji portfela na rynku kraju  $j$ , oddziałując na jego gospodarkę realną (kanał 6). W sytuacji, gdy funkcję pośrednika niebankowego przejmuje bank (w szczególności bank inwestycyjny), można mówić o kolejnym kanale transmisji zarażenia (kanał 7).

#### 4. Czynniki potęgujące proces „zarażania finansowego”

Na tle poczynionych rozważań formalizujących mechanizm zarażenia, celowe jest wskazanie na wybrane aspekty tego zjawiska głównie w kontekście ostatnich lat, w związku z licznymi i nasilającymi się zjawiskami kryzysowymi. Kluczową kwestią jest, jak się powszechnie uznaje, nasilenie zjawiska „finansjalizacji” gospodarki. Przykładowo, o ile w 1947 roku udział sektora produkcji w PKB Stanów Zjednoczonych wynosił 25,6%, a sektora finansowego 10,5%, to w 2009 roku udział sektora finansowego wzrósł do poziomu 21,5%, a sektora produkcji spadł do 11,2%<sup>3</sup>. Oznacza to w praktyce, że wewnętrzne, finansowe ogniwa łańcuchów zarażania, prezentowanych w tabeli 1, stają się coraz dłuższe i coraz bardziej rozbudowane. Co gorsza, zamiast jak dotychczas spełniać funkcję służebną wobec sfery realnej, finanse w znacznym stopniu zautonomizowały się. Oznacza to, że motywy podejmowania coraz liczniejszych i coraz bardziej znaczących decyzji finansowych w coraz mniejszym stopniu są uzasadniane po-

<sup>3</sup> Building Profits Through Financial Debt Leverage, <http://www.mybudget360.com/>.

trzebami wynikającymi ze sfery realnej. Tym samym więc zjawisko określane dotychczas ogólnie mianem procesu „zarażania” jest coraz częściej utożsamiane ze zjawiskiem „zarażenia finansowego”.

Rosnące znaczenie sektora finansowego w znacznej mierze utożsamiane jest z ekspansją rynków finansowych. To właśnie na nich skupiły się liczne zjawiska eskalujące zarówno generowanie, jak i propagację niestabilności. Wynika to przede wszystkim z ogromnego w ostatnich latach przyrostu wolumenu transakcji, jak i ich spekulacyjnego charakteru. „W 1975 roku ok. 80% transakcji walutowych było związanych z transakcjami realnymi. Dotyczyły zakupu paliw, eksportu samochodów, budownictwa itd. Pozostałe 20% miało charakter spekulacyjny, czyli dotyczyło jedynie transakcji finansowych. Współcześnie udział transakcji dotyczących sfery realnej spadł do poziomu 2,5%, podczas gdy udział transakcji spekulacyjnych wzrósł do poziomu 97,5%. To co było lukrem, stało się ciastkiem. Z kolei gospodarka realna stała się tylko niewielkim procentem całej aktywności finansowej”<sup>4</sup>. Dla pośredników finansowych sytuacja taka jest źródłem dochodu. Możliwość zdobywania fortun na „jałowych” transakcjach finansowych dokonywanych na rynkach finansowych doprowadziła do ogromnego rozwarstwienia społeczeństw, które coraz powszechniej prowadzi do niepokojów społecznych. Proces ten zdaje się zapowiadać nowe, społeczne kanały transmisji szoków gospodarczych.

Siła rażenia rynków finansowych ulega w ostatnich latach zwielokrotnieniu na skutek powszechnej informatyzacji i usieciowienia. Stymulowany rozwojem sieciowych technologii informatycznych zanik geografii finansów spowodował utratę jednej z podstawowych przesłanek podejmowania decyzji inwestycyjnych, jaką jest racjonalne rozpoznanie przesłanek kształtowania podaży i popytu. Te bowiem zawsze mają charakter mniej lub bardziej związany z lokalizacją. Napędzana technologiami informatycznymi globalizacja rynków finansowych sprawiła, że inwestor przestał handlować czymś, co ma określoną wartość wewnętrzną, wynikającą z praktycznej użyteczności. Globalny zaś charakter elektronicznych rynków finansowych przyczynił się do wzrostu systematyczności ryzyka. Można wręcz powiedzieć, że proces zarażania stał się immanentną cechą wpisaną w globalne struktury rynkowe.

Konsekwencją ogromnej wydajności globalnej sieci rynków finansowych jest również coraz większa liczba coraz bardziej złożonych instrumentów finansowych o strukturze i mechanizmach działania zbyt skomplikowanych dla racjonalnej analizy przez człowieka, lecz możliwej do automatycznej analizy przez sys-

<sup>4</sup> From the Real Economy to the Speculative (Excerpts). Remarks by Bernard Lietaer at International Forum on Globalization (IFG) Seminar, 15 December 1997.



tem komputerowy. Sfera podejmowania decyzji finansowych w coraz większym zakresie przekazywana jest automatom i co gorsza, w coraz większym zakresie odrywa się od sfery realnej gospodarki. „Rynki są sparaliżowane, bo inwestorzy nie mają pojęcia, co kupują albo co kupili. Ogromne nagromadzenie rodzajów instrumentów oraz brak przystępnych danych sprawiają, że bardzo trudno określić ich faktyczną wartość i związane z nimi ryzyko”<sup>5</sup>. Zjawiska te potęgują zmienność i gwałtowność impulsów, które rozprzestrzeniają się swobodnie przez łącza elektroniczne. Znaczna część nowych instrumentów pochodnych powstała w wyniku procesu sekurytyzacji. Instrumenty ukryte pod symbolami MBS czy CBS określane są wprost finansową „bronią masowego rażenia”. Ze względu bowiem na nadzwyczajną łatwość propagacji ułatwiają przenoszenie wszelkich niestabilności gospodarczych.

Destrukcyjny wpływ rynków finansowych na sferę realną jest potęgowany przez dynamiczny rozwój rynków instrumentów pochodnych powiązanych z dobrami o znaczeniu uniwersalnym: surowcami, paliwami, żywnością. Transakcje z ich użyciem dokonują się w zasadzie bez jakiegokolwiek udziału instrumentów bazowych. Nie oznacza to jednak, że pozostają wobec nich neutralne. Generując potężne wolumeny transakcji, przyczyniają się do powstania zobowiązań przewyższających wielokrotnie wartość rynku realnego. W konsekwencji w ostatnich latach dochodzi do nienormalnych zawirowań cen na różnych rynkach pierwotnych. Szczególnie nieetyczne wydają się działania spekulacyjne na rynkach żywności<sup>6</sup>. Inspirowane w sektorze finansowym, przenoszą się nie tylko na inne podmioty finansowe, ale działają destrukcyjnie na sferę realną gospodarek.

Podobnie jak w przypadku rynków finansowych, do wzmocnienia efektu zarażania przyczynia się również globalizacja samych podmiotów finansowych. Postępujący proces międzybranżowej konsolidacji banków i instytucji finansowych tworzy potężne i złożone struktury kapitałowe. Między rokiem 1986 a 1998 wartość giełdowa dziesięciu największych na świecie koncernów finansowych zdążyła się zwiększyć dziesięciokrotnie (z 70 mld euro do 700 mld euro). Na fali fuzji i przejęć powstają koncerny typu Allfinanz, nie pozwalając jasno oddzielić banków od zakładów ubezpieczeń, funduszy *venture capital* lub firm kartowych<sup>7</sup>. Czynnikiem istotnie zwiększającym skalę zagrożeń jest międzynarodowy i mię-

<sup>5</sup> J.C. Hull, cyt za: R. Tapscott, D. Tapscott: *Overcoming the Current Financial Crisis and Restoring Stability and Prosperity with a New Perspective on Risk*. „Risk Management” 2.0 (2008), 1-18. Web. 22 September 2009.

<sup>6</sup> H. Knaup, M. Schiessl, A. Seith: Głód na giełdzie. „Der Spiegel”, za: „Forum” z 16.10.2011, nr 41.

<sup>7</sup> P. Dziekoński: *Nowa Bazylejska Umowa Kapitałowa – konsekwencje dla rynku kredytowego*. Materiały i Studia NBP, zeszyt nr 164. Warszawa, czerwiec 2003, s. 21.

dzysektorowy charakter integracji<sup>8</sup>. W jej efekcie powstaje wiele nowych i specyficznych ryzyk, wśród których na pierwszym miejscu wymieniane jest właśnie ryzyko zarażenia, rozumiane jako groźba przenoszenia problemów jednego podmiotu na inne podmioty w grupie.

Szczególnego rodzaju uczestnikami rynków finansowych stały się w ostatnich latach instytucje ratingowe. Nadzwyczajny wzrost ich znaczenia jest, jak się wydaje, konsekwencją luki informacyjnej i asymetrii informacji paradoksalnie towarzyszącej coraz większej łatwości przepływu informacji. Swą pozycję zyskały, tworząc wizerunek podmiotów niezależnych, wiarygodnych, a nade wszystko zdolnych do merytorycznego przetworzenia kluczowych informacji. W świetle ostatnich doświadczeń działalność instytucji ratingowych poddawana jest powszechnej krytyce. Jednym z jej aspektów jest nadmierna siła arbitralnego oddziaływania na powiązane ze sobą gospodarki. Wprawdzie nie zawsze ma ono znamiona bezpośrednio utożsamiane z procesem zarażenia, jednak, choćby pośrednio, radykalność i spektakularność decyzji podejmowanych przez agencje ma wymiar szoków tak znacznych, że nieuchronnie nabierających znamion systemowych<sup>9</sup>.

Nieco pokrewny charakter oddziaływania można zauważyć w sektorze bankowym, który poddawany jest coraz bardziej rozbudowanym reżimom regulacyjnym. Regulacje bazylejskie traktowane jako wyznacznik międzynarodowych norm ostrożnościowych mają na celu stworzenie warunków dla stabilnego funkcjonowania systemu bankowego. Paradoksalnie jednak, każda zmiana regulacji powoduje, obok skutków oczekiwanych, również zjawiska niepożądane. Powszechnie zwraca się uwagę na fakt, że znaczna część nadmiernie ryzykownych działań banków w różnych rejonach świata była konsekwencją hazardu moralnego i arbitrażu regulacyjnego podejmowanych przez banki w reakcji na ograniczenia regulacyjne, które nie są w stanie uwzględnić wszystkich możliwych obszarów aktywności<sup>10</sup>.

## Podsumowanie

Proces zarażania w gospodarce, którego szczególną odmianą jest „zarażanie finansowe”, nie jest ani zjawiskiem nowym, ani też nie ma jednorodnej natury pozwalającej opisać go w sposób jednoznaczny. Identyfikowany jest raczej symp-

<sup>8</sup> M. Iwanicz-Drozdowska: Konglomeraty finansowe. „Bank i Kredyt”, czerwiec 2007.

<sup>9</sup> J. Bessis: Risk Management in Banking. Wiley 2010, s. 15.

<sup>10</sup> H. Zadora, T. Zieliński: Pieniądz współczesny a kryzysy finansowe. Difin, Warszawa 2012, s. 263.

tomatycznie. Podjęcie próby systematyzacji opisu z pewnością dobrze służy jego zrozumieniu i zapobieganiu. Niestety wydaje się, że jakiegokolwiek próby formalizacji okazują się w krótkim czasie nieadekwatne do bardzo dynamicznych procesów. Dominacja sektora finansowego nad sferą realną gospodarki sprawia, że problem zarażania jest współcześnie niemal automatycznie sprowadzany do kwestii „zarażania finansowego”. Jest to kolejny dowód na nierównomierność struktury współczesnych gospodarek sprzyjającą rozprzestrzenianiu się szoków gospodarczych, których źródło leży w decyzjach finansowych. Zaprezentowane jedynie w sposób pobieżny aspekty zjawiska zdają się jednoznacznie wskazywać na brak możliwości całkowitego wyeliminowania. Aby więc ograniczyć jego destrukcyjne oddziaływanie wymagana jest – jak się wydaje – szczególna troska o przejrzystość i prostotę relacji gospodarczych występujących na styku różnych organizmów ekonomicznych. Sprzyjałaby temu w pierwszej kolejności stopniowa „definansjalizacja” gospodarek, która ograniczyłaby nadmierny udział mechanizmu zarażania finansowego w kreowaniu systemowej niestabilności gospodarek.

## Literatura

- Bessis J.: Risk Management in Banking. Wiley 2010.
- Building Profits Through Financial Debt Leverage, <http://www.mybudget360.com/>.
- Dziekoński P.: Nowa Bazylejska Umowa Kapitałowa – konsekwencje dla rynku kredytowego. Materiały i Studia NBP, zeszyt nr 164, Warszawa, czerwiec 2003.
- From the Real Economy to the Speculative (Excerpts). Remarks by Bernard Lietaer at International Forum on Globalization (IFG) Seminar, 15 December 1997.
- Iwanicz-Drozdowska M.: Konglomeraty finansowe. „Bank i Kredyt”, czerwiec 2007.
- Knaup H., Schiessl M., Seith A.: Głód na giełdzie. „Der Spiegel”, za: „Forum” z 16.10.2011, nr 41.
- Pritsker M.: The Channels for Financial Contagion. August 11, 2000.
- Tapscott R., Tapscott D.: Overcoming the Current Financial Crisis and Restoring Stability and Prosperity with a New Perspective on Risk. „Risk Management” 2.0 (2008), 1-18. Web. 22 September 2009.
- The Financial Sector and the Real Economy. D. Peetz and H. Genreith, Institute for Applied Risk Management, Germany, <http://www.paecon.net/PAEReview/issue57/PeetzGenreith57.pdf>.
- Zadora H., Zieliński T.: Pieniądz współczesny a kryzysy finansowe. Difin, Warszawa 2012.

## **“FINANCIAL CONTAGION” AS THE SOURCE OF SYSTEMATIC RISK**

### **Summary**

The seriousness of the last financial crises and difficulties in explaining its spread have led to the discussion about new phenomena known as “financial contagion”. This paper studies rational channels through which contagion might have spread and highlights those factors which make a country susceptible to contagion. The rational channels studied in the paper are contagion via real sector linkages, financial market linkages, financial institution linkages, and through the interaction of financial institutions and financial markets. As a main reason of the contagion, the “finacialisation” of economies has been pointed out. It makes financial sector responsible for the most systematic instabilities in global economies. It results also in common replacing general description of “contagion” phenomena with its narrower term “financial contagion”. Some rationale of that type of contagion was also discussed with following eventual conclusion, that simplification of financial sector and putting it back to the subordinated role to real economy, is the only way of making the unavoidable phenomena less destructive.