

**Szymon Mazurek**

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

## **MIĘDZYNARODOWA TRANSMISJA KRYZYSÓW GOSPODARCZYCH NA POZIOMIE PRZEDSIĘBIORSTW**

### **1. Wstęp**

Jednym z głównych elementów globalizacji jest coraz większa liczba powiązań występujących między gospodarkami narodowymi. Powiązania te ulegają również zmianom jakościowym; stają się coraz ściślejsze, czego wyraźnym przejawem są procesy integracyjne, z którymi mamy do czynienia na różnych kontynentach. W tym kontekście nikogo już nie zaskakuje fakt, że umiędzynarodowieniu uległy również kryzysy gospodarcze. Coraz trudniej jest wskazać załamania o charakterze lokalnym. Sieć współzależności wytworzona między poszczególnymi podmiotami gospodarki światowej sprzyja szybkiemu rozprzestrzenianiu się zarówno impulsów pozytywnych, jak i negatywnych. To drugie zjawisko określa się w literaturze jako międzynarodową transmisję kryzysów gospodarczych lub bardziej obrazowo – jako efekt zarażania (*contagion effect*).

Spotykając się z tymi terminami, instynktownie przypisujemy im (poniekąd słusznie) wymiar makroekonomiczny. Jednak załamania gospodarcze oraz procesy ich przenoszenia z kraju do kraju mają swoje wyraźne konsekwencje na poziomie przedsiębiorstw. Niniejszy artykuł jest próbą spojrzenia na mechanizm międzynarodowej transmisji właśnie z tej perspektywy.

### **2. Międzynarodowe powiązania między firmami a kanały transmisji kryzysów**

Wzrost stopnia internacjonalizacji przedsiębiorstw można sprowadzić do zwiększenia liczby ich powiązań z zagranicą, czyli z innymi podmiotami gospodarki światowej. Szczególną rolę odgrywają tu powiązania między firmami (przedsię-

biorstwami krajowymi i korporacjami transnarodowymi), do których dochodzi w określonym otoczeniu (gospodarki narodowe, ugrupowania integracyjne, organizacje gospodarcze)<sup>1</sup>. Liczba i jakość tych powiązań wpływa w znacznym stopniu na kształt zależności, z jakimi mamy do czynienia na poziomie gospodarek narodowych, i odwrotnie. Oczywiście nie ma tu mowy o bezpośrednim przejściu ze sfery mikro do sfery makro, ale istnienie specyficznej dwustronnej relacji jest bezsporne. Głównym objawem kryzysu gospodarczego jest załamanie koniunktury, a to pojęcie jest dużo bardziej adekwatne do określania klimatu (warunków, przewidywań) prowadzenia działalności gospodarczej niż do kondycji gospodarki jako całości<sup>2</sup>.

Skoro zatem mówimy o międzynarodowej transmisji kryzysów gospodarczych w ujęciu makroekonomicznym, możemy podejrzewać, że problemy, z którymi zmagają się firmy w okresie załamania gospodarczego, również mogą odkrywać rolę w procesie rozprzestrzeniania się recesji. Współzależności między przedsiębiorstwami w różnych krajach mają bowiem oprócz efektów pozytywnych także skutki negatywne: zła kondycja partnera zagranicznego może (w mniejszym lub większym stopniu) odbić się na przedsiębiorstwie krajowym. Pozostaje zatem określić, jakimi drogami te złe tendencje przenoszą się między przedsiębiorstwami.

Trzeba mieć jednak świadomość, że nie wszystkie powiązania występujące między firmami mogą zostać uznane za kanały transmisji kryzysu. Po pierwsze, kłopoty jednej firmy, pociągające za sobą kłopoty innej firmy, nie są wystarczającym sygnałem do ogłoszenia kryzysu gospodarczego; takie sytuacje mają miejsce również w okresach prosperity czy stabilizacji. Co więcej, w normalnej sytuacji przedsiębiorstwo, które staje w obliczu problemów, ma możliwość reakcji. Podjęcie odpowiednich działań (np. zmiana partnera zagranicznego) może przywrócić lepszą kondycję. Po drugie, ważne jest określenie skali występowania zjawiska. Przejście od kłopotów pojedynczego podmiotu do problemów ogólnogospodarczych odbywa się przez proces namnażania, czyli masowego występowania podobnych związków negatywnych między firmami.

Mając powyższe na uwadze, możemy wymienić za Forbes następujące kanały przenoszenia kryzysów gospodarczych na poziomie przedsiębiorstw [Forbes 2000]:

- konkurencyjność produktów (*product competitiveness*),
- efekt dochodowy (*income effect*),
- zadyszka kredytowa (*credit crunch*),
- wymuszona przebudowa portfeli (*forced portfolio recomposition*),
- efekt pobudki (*wake-up call effect*).

<sup>1</sup> Podmioty gospodarki światowej za: [Współczesna... 2000, s. 10].

<sup>2</sup> W języku polskim różnica między załamaniem koniunktury a kryzysem gospodarczym nie jest tak wyraźna. Pojęciem „cyklu koniunkturalnego” określa się cykliczne występowanie recesji ogólnogospodarczych. Angielski odpowiednik jest w tym aspekcie znacznie bardziej wyrazisty. Termin *business cycle* zdecydowanie ukierunkowuje myślenie w stronę działalności gospodarczej przedsiębiorstw.

Przy każdym z powyższych mechanizmów można podjąć dyskusję na temat jego faktycznego charakteru. Granica między tym, co ma miejsce na poziomie przedsiębiorstw, a tym, co można tłumaczyć w szerszym kontekście, jest często dość płynna.

### 2.1. Konkurencyjność produktów

Konkurencyjność produktów (w ujęciu międzynarodowym) jest uzależniona od relacji walutowych między krajami ich producentów. Dewaluacja waluty danego kraju obniża cenę jego dóbr eksportowych na rynkach zagranicznych, przez co produkty wytwórców zagranicznych stają się mniej konkurencyjne. Jeśli ponadto uwzględni się wielkość udziału danego producenta (lub jego kraju) w handlu danym towarem, zauważy się, że zmiany konkurencyjności mogą mieć istotny wpływ na kształtowanie się cen światowych. Tym samym negatywne skutki mogą dotknąć także te firmy, które nie konkurują bezpośrednio na danym rynku z eksporterem z kraju, w którym doszło do dewaluacji waluty.

W literaturze ten mechanizm transmisji kryzysów gospodarczych określany jest czasem również jako efekt cenowy (*price effect*) albo konkurencyjność cenowa (*price competitiveness*) [Caramazza, Ricci, Salgado 2000]. Jego występowanie jest zazwyczaj ściśle związane z kryzysami walutowymi lub z załamaniem gospodarczymi, których jednym z elementów są problemy walutowe.

### 2.2. Efekt dochodowy

Kondycja przedsiębiorstw danego kraju zależy nie tylko od cen uzyskiwanych za sprzedawane produkty, ale również od wielkości tej sprzedaży. Zmiany w poziomie popytu na eksportowane dobra w okresie kryzysu tłumaczy efekt dochodowy. Jeśli dana gospodarka boryka się z recesją, to zmniejszają się dochody jej pomiotów (m.in. konsumentów). Mniejsze dochody przekładają się na ograniczenie popytu: zarówno na dobra krajowe, jak i zagraniczne (importowane)<sup>3</sup>. Efekt dochodowy może mieć swoje źródło, podobnie jak zmiany konkurencyjności produktów, w dewaluacji waluty danego kraju. Dewaluacja obniża siłę nabywczą waluty i potęguje spadek realnych dochodów.

Podobny charakter oraz wspólne źródła dwóch pierwszych zaprezentowanych pokrótce płaszczyzn rozprzestrzeniania się kryzysów uzasadniają (spotykane w literaturze) ich łączne ujmowanie. Ponieważ oba mechanizmy są ściśle związane z

---

<sup>3</sup> Czasem dochodzi jednak do spadku popytu tylko na dobra krajowe lub tylko na dobra zagraniczne. Jeśli obniża się popyt na obie te grupy towarów, często odbywa się to w sposób nierównomierny, co może być m.in. skutkiem różnic cenowych, będących pochodną efektu cenowego (zmian w poziomach kursów walutowych).

relacjami handlowymi (albo raczej konkurencyjnymi) między przedsiębiorstwami z różnych krajów, określa się je czasem wspólnym terminem „zarażania handlowego” (*trade contagion*).

### 2.3. Zadyszka kredytowa

Przedsiębiorstwa krajowe mogą odczuwać kłopoty firm zagranicznych także przez system kredytów i pożyczek międzynarodowych. Do zajścia efektu zadyszki kredytowej nie jest nawet konieczne występowanie bezpośrednich relacji finansowych między tymi podmiotami. Przenoszenie problemów kredytowych między przedsiębiorstwami z różnych krajów może się odbywać następująco: problemy gospodarcze danego kraju objawiają się przez kłopoty finansowe przedsiębiorstw – firmy te próbują ratować swoje finanse przez wycofywanie swoich depozytów zagranicznych – wycofywanie depozytów osłabia płynność instytucji finansowych kraju, w którym depozyty były przechowywane – kłopoty instytucji finansowych tego kraju odcinają przedsiębiorstwom w nim funkcjonującym źródła finansowania. Mechanizm zadyszki kredytowej bywa przedstawiany także w innych wariantach. Wspólną cechą wszystkich ujęć jest podkreślenie zmian w zakresie dostępności kredytów (i ich ceny), zachodzących w kraju objętym kryzysem oraz w jego otoczeniu. Przesunięcia kapitału objawiające się ograniczeniem źródeł finansowania w danym kraju służą utrzymaniu wypłacalności banków i instytucji finansowych w kraju objętym kryzysem. Tego rodzaju łańcuch przyczynowo-skutkowy jest charakterystyczny dla kryzysów bankowych.

Warto zwrócić uwagę, że w przedstawionym mechanizmie decyzje i sytuacja przedsiębiorstw są tylko punktem wyjścia do procesu przenoszenia kryzysu za granicę. Pogorszenie sytuacji firm zagranicznych jest *de facto* skutkiem przesunięć na poziomie rynku kapitałowego. Ponieważ jednak (a) zasoby kapitału są ograniczone oraz (b) racjonalnie podejmujące decyzje instytucje finansowe zazwyczaj będą starały się bronić swojej sytuacji na rynku objętym kryzysem, możemy uznać, że cały proces jest pochodną złej sytuacji przedsiębiorstw w gospodarce przeżywającej załamanie<sup>4</sup>.

Zadyszka kredytowa może być nie tylko mechanizmem przenoszenia kryzysu gospodarczego, ale również może prowadzić do pogłębienia problemów kraju dotkniętego kryzysem. Możliwy jest bowiem następujący scenariusz: przedsiębiorstwa szybko reagują na problemy za granicą i ratują swoje zagraniczne depozyty przez ich wycofanie – wycofanie kapitałów pogarsza sytuację w kraju już objętym załamaniem i utrudnia mu wyjście z kryzysu. Odpowiednio szybka reakcja może zatem ograniczyć efekt zarażania kryzysem, ale nie eliminuje źródła zagrożenia.

<sup>4</sup> W przedstawionych założeniach można doszukiwać się sposobu powstrzymania tego rodzaju procesu transmisji. Na szczególną uwagę zasługuje koncepcja pożyczkodawcy ostatniej instancji, zob. [Kindleberger 1999].

## 2.4. Wymuszona przebudowa portfeli

Wymuszona przebudowa portfeli to kanał transmisji bardzo podobny do zadyski kredytowej. W tym wypadku większy nacisk jest położony na zachowania instytucji finansowych i inwestorów (dotyczące przede wszystkim papierów wartościowych), a nie przedsiębiorstw produkcyjnych i handlowych. Schemat pozostaje jednak bardzo podobny: w obliczu kryzysu w jednym kraju inwestorzy wycofują środki finansowe z innych krajów, uwrażliwiając je na problemy finansowe. Szczegółowych wariantów przebiegu zdarzeń w ramach tego mechanizmu jest dużo. Zazwyczaj różnice między nimi dotyczą przyczyn przedstawionego zachowania inwestorów. Najczęściej wymienia się konieczność uzupełnienia depozytów obowiązkowych (*margin calls*), działania z zakresu zarządzania ryzykiem portfela czy chęć utrzymania określonego poziomu płynności aktywów.

Uznanie powyższego mechanizmu za kanał transmisji zjawisk recesyjnych na poziomie przedsiębiorstw jest dyskusyjne. Forbes [2000] argumentuje, że konsekwencją wymuszonej przebudowy portfeli jest zwiększone prawdopodobieństwo sprzedaży w okresie załamania najbardziej płynnych papierów wartościowych przedsiębiorstw. Zazwyczaj wiąże się to z obrotem tymi papierami w skali globalnej na wielu rynkach, w wielu krajach, co jest charakterystyczne dla przedsiębiorstw dużych i zinternacjonalizowanych. Tym samym spadek cen akcji czy obligacji może dotyczyć różnych giełd. Impulsy negatywne przenoszone są tutaj jednak tylko na poziomie rynków finansowych, a rola samych przedsiębiorstw w tym procesie jest znikoma. Można oczywiście uznać, że wycofanie się inwestorów z danego kraju odbija się negatywnie na kondycji firm w nim działających, ale pozostaje pytanie, czy tego rodzaju powiązania mogą być uznane za kanał transmisji kryzysów gospodarczych na poziomie przedsiębiorstw.

## 2.5. Efekt pobudki

Zarzuty podobne do tych postawionych przy mechanizmie wymuszonej przebudowy portfeli można również odnieść do efektu pobudki. Po pierwsze, ten kanał transmisji zaburzeń dotyczy także rynków finansowych. Po drugie, również tutaj rola przedsiębiorstw jest ograniczona do oceny ich sytuacji przez inwestorów.

Efekt pobudki (nazywany również skorygowaną oceną kondycji kraju) dotyczy ocen, jakie gracze rynków finansowych wystawiają krajom podobnym do gospodarki ogarniętej kryzysem. Podobieństwo głównych wskaźników ekonomicznych opisujących dane gospodarki narodowe skłania zazwyczaj do uznania, że są one potencjalnie wrażliwe na ten sam rodzaj wstrząsów. Ten tok myślenia może być stosowany zarówno do analizy sytuacji makroekonomicznej, jak i do wysnuwania wniosków o perspektywach działalności przedsiębiorstw w danym sektorze czy branży.

Efekt pobudki wpisuje się w szerszy kontekst zjawisk, z którymi mamy do czynienia na rynkach kapitałowych, a które są związane z psychologią podejmowania decyzji przez inwestorów, dostępem do informacji, pojawianiem się paniki czy powielaniem decyzji inwestycyjnych na różnych rynkach. Między innymi dlatego Manz zalicza ten kanał transmisji zakłóceń do grupy psychologicznych procesów transmisyjnych, określanych mianem zarażania informacyjnego (*informational contagion*) [Manz 2002].

### 3. Podsumowanie

Wskazane powiązania między przedsiębiorstwami, mniej lub bardziej bezpośrednio, na których styku istnieje możliwość przekazywania impulsów wstrząsowych, stanowią elementy składowe płaszczyzn międzynarodowej transmisji kryzysów w ujęciu makroekonomicznym. Widać to tym wyraźniej, im związek przyczynowo-skutkowy pomiędzy kłopotami przedsiębiorstw w różnych gospodarkach jest mniej oczywisty, jak ma to miejsce chociażby w przypadku zjawisk występujących na rynkach finansowych.

Jak już wspomniano, przejście od kłopotów pojedynczego podmiotu do problemów ogólnogospodarczych odbywa się przez proces namnażania, czyli masowego występowania podobnych związków negatywnych między firmami<sup>5</sup>. Zarażenie nie odbywa się w sposób mechaniczny; załamanie w kolejnym kraju nie jest automatyczną reakcją na pogorszenie wskaźników ekonomicznych innej gospodarki lub jej sektora. Do zarażenia dochodzi wtedy, gdy niekorzystne zjawiska na poziomie przedsiębiorstw (lub, ujmując kwestię szerzej, na poziomie podmiotów gospodarki narodowej) osiągną wielkość krytyczną, za którą najczęściej będzie można uznać odpowiednio masową skalę ich występowania.

W ten oto sposób analiza z powrotem nabiera szerszego charakteru. Ujmowanie mechanizmu transmisji jako pochodnej recesyjnych impulsów na poziomie mikroekonomicznym nie stoi więc w opozycji do podejścia makroekonomicznego, a co najwyżej je uszczegóławia.

### Literatura

- Baig T., Goldfajn I., *Financial Market Contagion in the Asian Crisis*, „IMF Staff Papers” June 1999, vol. 46, nr 2.
- Caramazza F., Ricci L., Salgado R., *Trade and Financial Contagion in Currency Crises*, „IMF Working Paper”, March 2000.

<sup>5</sup> Czasem może jednak dojść do sytuacji, w której kłopoty finansowe jednego przedsiębiorstwa są w stanie zagrozić kondycji całej gospodarki. Dzieje się tak w przypadku silnego uzależnienia gospodarki narodowej od jakiegoś pojedynczego przedsiębiorstwa (najczęściej monopolisty) lub od pojedynczego sektora czy branży (najczęściej również zdominowanych przez jakąś formę monopolu).

- Forbes K., *The Asian Flu and Russian Virus: Firm-level Evidence on How Crises Are Transmitted Internationally*, „National Bureau of Economic Research Working Papers” 2000 nr 7807.
- Glick R., Moreno R., *Money and Credit, Competitiveness, and Currency Crises in Asia and Latin America*, „Pacific Basin Working Paper Series” 1999 nr PB99-01.
- Glick R., *Thoughts on the Origins of the Asia Crisis: Impulses and Propagation Mechanisms*, „Pacific Basin Working Paper Series” 1998 nr PB98-07.
- Kindleberger Ch.P., *Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, Wig-Press, Warszawa 1999.
- Manz M., *Coordination Failure and Financial Contagion*, „Universität Bern Diskussionschriften” nr 02-03, Bern 2002.
- Rymarczyk J., *Internacjonalizacja i globalizacja przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004.
- Współczesna gospodarka światowa*, red. A.B. Kisiel-Łowczyk, UB, Gdańsk 2000.

## INTERNATIONAL TRANSMISSION OF CRISES ON BUSINESS LEVEL

### Summary

Globalisation and internationalisation of enterprises make connections between firms from different countries stronger and more numerous. These connections can have positive as well negative effects. During economic crises shocks can be transmitted directly to firms around the globe. This paper lists and describes five channels of firm-level transmission of crises: product competitiveness, an income effect, a credit crunch, a forced portfolio recomposition and a wake-up call effect.