

Nadchodzi apokalipsa (firm) zombie

Autor: **Joshua Konstantinos**

Źródło: mises.org

Tłumaczenie: **Przemysław Rapka**

Jednym z najpoważniejszych problemów po Wielkiej Recesji jest zombifikacja gospodarki.

Firma zombie to termin, który trafił do słowników ekonomicznych z wpływowego artykułu [Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan](#) autorstwa Ricardo J. Caballero, Takeo Hoshi i Anil K. Kashyap. Według oficjalnej definicji Banku Rozliczeń Międzynarodowych (BRM) *firma zombie* „to spółka publiczna istniejąca 10 lat lub dłużej, której stosunek wielkości [zysku operacyjnego przed opodatkowaniem \(EBIT\)](#) do płaconych odsetek jest mniejszy od jednego”. Mówiąc prościej firmy zombie to firmy nierentowne — do tego stopnia nierentowne, że nie są w stanie spłacić ze swoich zysków odsetek od zaciągniętego długu. Są praktycznie bankrutami, jednak *utrzymywanymi przy życiu* przez banki wciąż im pożyczające pieniądze, aby spłacały swoje obecne długi.

To zjawisko po raz pierwszy wystąpiło w Japonii po pęknięciu bańki na rynkach akcji i nieruchomości na początku lat 90. XX wieku. Caballero *et al.* przedstawili tezę, że za Straconą Dekadę w Japonii odpowiadają firmy zombie, pisząc:

Przedstawiamy wyjaśnienie trwającego dekadę japońskiego spowolnienia, jakie nastąpiło po zapaści cen aktywów na początku lat 90. XX wieku. Nasze wyjaśnienie odnosi się do sektora bankowego [...] Wielkie japońskie banki często angażowały się w fikcyjne restrukturyzacje długu, które podtrzymywały dostęp do kredytu w innym wypadku niewypłacalnych kredytobiorców (których określamy mianem zombie). Badamy implikacje osłabiania prawidłowego procesu konkurencyjnego, podczas którego firmy zombie zwolniłyby pracowników i utraciły udział w rynku. Zator wywołany przez firmy zombie zmniejsza zyski zdrowych firm, co zniechęca je do wkraczania w nowe obszary i

inwestowania. Potwierdzamy, że sektory zdominowane przez firmy zombie tworzą mniej miejsc pracy i są mniej produktywne.

Skala inwazji firm zombie

Po Wielkiej Recesji firmy zombie stały się zjawiskiem powszechnym na całym świecie. Nawet dzisiaj przy bardzo niskich stopach procentowych coraz więcej i więcej firm nie jest w stanie spłacać odsetek z wypracowanych zysków. Według BIS udział firm zombie w Stanach Zjednoczonych podwoił się w latach 2007-2015, rosnąc do 10 procent wszystkich spółek akcyjnych. Na dodatek wbrew intuicji w miarę spadku stóp procentowych liczba firm zombie rosła. Ekonomiści Ryan Niladr Banerjee i Boris Hofmann, pisząc w artykule dla kwartalnika wydawanego przez BRM, tak opisują tę paradoksalną sytuację:

Wykorzystując dane dotyczące spółek notowanych na giełdach w 14 krajach rozwiniętych, odnotowujemy gwałtowne upowszechnianie się firm zombie od końca lat 80. XX wieku. Nasza analiza wskazuje, że firmy zombie negatywnie wpływają na efektywność gospodarki, ponieważ są mniej produktywne, a ich obecność obniża wielkość inwestycji i zatrudnienie w firmach bardziej produktywnych.

Częściowo może być tak, ponieważ niższe stopy procentowe charakteryzują [osłabiony sektor bankowy](#). Banki mogą nie chcieć pozwolić upaść firmie — nawet jeśli jest bardzo mała szansa na spłatę zadłużenia — ponieważ zaakceptowanie strat wynikających z już udzielonych tym firmom kredytów byłoby zbyt bolesne. I oczywiście ultra-niskie stopy procentowe ustalone przez [niekonwencjonalną politykę monetarną banków centralnych](#) prowadzoną od 2008 roku utrzymuje na niskim poziomie koszt obsługi długu.

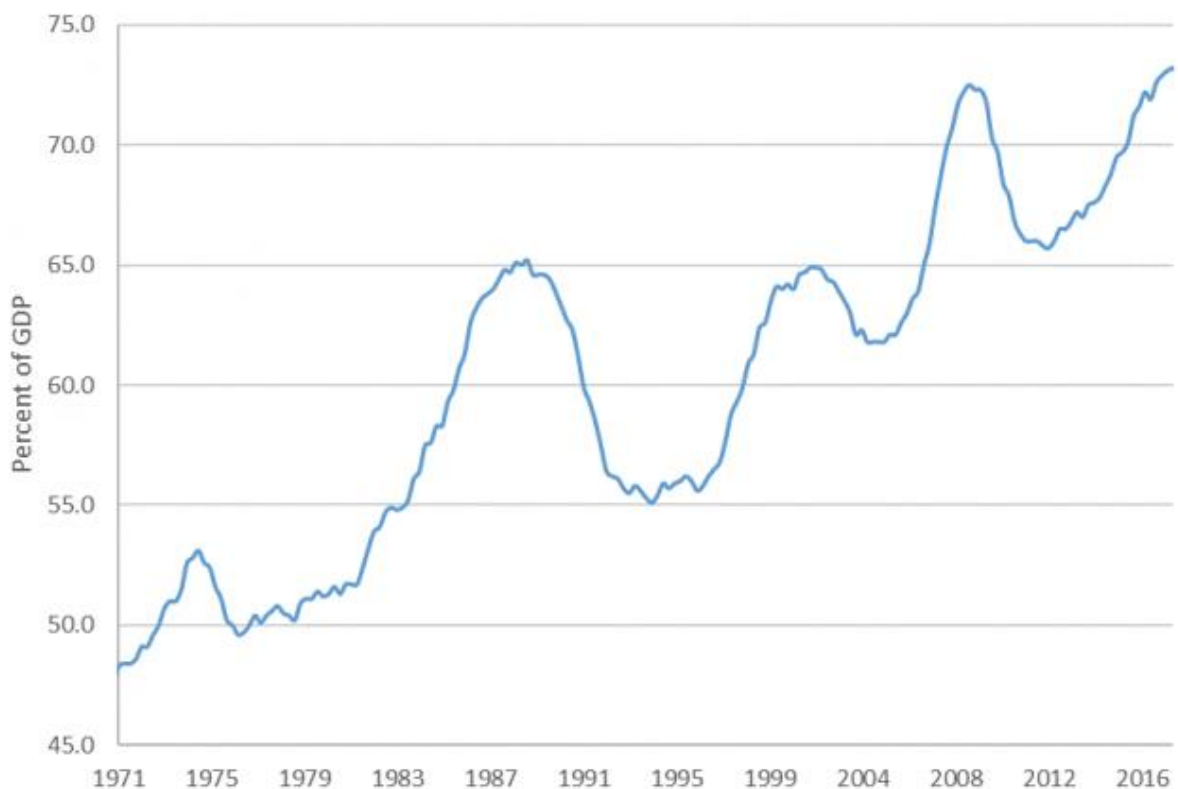
Te badania prawdopodobnie bagatelizują problem, jakim są dla gospodarki firmy zombie. Dana firma wcale nie musi być w aż tak złej sytuacji jak firma zombie, by już być zagrożoną niewypłacalnością, jeśli tylko wzrosną stopy procentowe. Co więcej, jak pisze [ekonomista Daniel Lacalle](#):

Ostatecznie te 10,5 procent oznacza, że 89,5 procent firm nie jest zombie. Jednak ta analiza jest zbyt optymistyczna. Według agencji Moody's i Standard and Poor's zdolność do spłaty znacząco osłabła na całym świecie pomimo ultra-niskich stóp procentowych i więcej niż wystarczającej płynności. Na dodatek BRM analizuje wyłącznie firmy zombie notowane na giełdzie, chociaż 90 procent firm w krajach OECD to MŚP (małe i średnie

przedsiębiorstwa), a duża część z tych mniejszych, nienotowanych na giełdzie firm także ponosi straty. EBC szacuje, że w strefie Euro 30 procent MŚP znajduje się pod kreską. Te liczby są niższe, ale nie różniące się znacznie w Stanach Zjednoczonych, gdzie kształtują się na poziomie 20 procent. Natomiast w Wielkiej Brytanii jest to 25 procent.

Co więcej, poziom lewarowania wystrzelił w górę w ciągu ostatnich 3 lat od analizy BRM. Dzisiaj zadłużenie firm jest wyższe niż przed kryzysem z 2008 roku w Stanach Zjednoczonych.

Rys.: Zadłużenie niefinansowych spółek akcyjnych w Stanach Zjednoczonych jako procent PKB, 1971-2019



Źródło: Bank Rozliczeń Międzynarodowych.
<https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>

Jak zabić zombie?

W gospodarce rynkowej o alokacji zasobów decyduje rentowność — pozwala to na przesunięcie zasobów tam, gdzie będą najlepiej wykorzystane. Utrzymywanie przy życiu firm, które są nierentowne, powoduje błędną alokację zasobów i — jak

pokazują liczne badania — [spowalnia wzrost gospodarczy](#), potencjalnie prowadząc do stagnacji, jaką można było zaobserwować w Japonii od lat 90. XX wieku.

Firmy zombie są utrzymywane przy życiu wyłącznie przez niskie stopy procentowe lub nieodpowiednie regulacje sektora bankowego. Jednak jak wskazali bankierzy zebrani w Sztokholmie na corocznym spotkaniu International Capital Markets Association: „Pytanie brzmi, czy przy obecnym poziomie zadłużenia banki centralne mogą pozwolić na wzrost stóp procentowych, gdyż doprowadziłoby to do wielkiej fali bankructw”. Firmy zombie stanowią poważne wyzwanie dla banków centralnych, ponieważ [faktycznie ich ręce są związane](#) — nie mogą znacząco podnieść stóp procentowych bez spowodowania bankructwa ogromnej liczby firm.

Obecnie świat stoi przed niezwykle ciężkim wyborem — permanentnie osłabiać produktywność i spowalniać wzrost gospodarczy czy pozwolić na masowe bankructwa w znaczącej części gospodarki.