

*Tomasz Adamowicz,  
Państwowa Szkoła Wyższa im. Papieża Jana Pawła II  
w Białej Podlaskiej*

## **Przyczyny i skutki I fazy kryzysu finansowego lat 2007-2009 w wybranych krajach na świecie**

### **Causes and results of the first phase of the financial crisis in 2007-2009 in selected countries**

*Referat w syntetyczny sposób przedstawia pierwszą fazę (lata 2007-2009) światowego kryzysu finansowego. Jako główną przyczynę kryzysu wskazano motyw postępowania wielkich amerykańskich banków inwestycyjnych, wzmocnione przez zmiany w legislacji i środowisku makroekonomicznym. Po przedstawieniu definicji i przesłanek wybuchu kryzysu, zaprezentowano jego główne przejawy w różnych obszarach – na rynku nieruchomości, na rynkach finansowych, kryzys zaufania, a także jego przebieg poza Polską i w Polsce. Zaprezentowano również najważniejsze ścieżki walki z kryzysem, koncentrując się na jego pierwszej fazie. W podsumowaniu przedstawiono generalne poglądy autora odnośnie perspektywy rozwoju zjawisk kryzysowych w następnych latach.*

*Słowa kluczowe: światowy kryzys finansowy, przyczyny i skutki kryzysu finansowego*

Niniejsze opracowanie koncentruje się na początkowym okresie tak zwanego światowego kryzysu finansowego. Poprzez nakreślenie obrazu ogólnych czynników ryzyka sprzyjających rozwojowi kryzysu, zaprezentowano genezę zjawisk finansowych oraz ich skutki w skali globalnej. Opracowanie nie wykracza poza rok 2009, jako że na dokonanie rzetelnej oceny sytuacji na rynkach finansowych i w skali makroekonomicznej wydaje się za wcześnie. Wynika to przede wszystkim nadal z braku zastosowania jednolitej i spójnej polityki gospodarczej mającej na celu ograniczanie zjawisk kryzysowych i wspieranie wzrostu gospodarczego w skali nie tyle gospodarek narodowych, ale także na poziomie sub-narodowym (Unia Europejska).

Kryzys finansowy to ogólnoświatowy kryzys ekonomiczny rynku finansowego i bankowego w latach 2007-2009, kontynuowany w następnych latach w umiarkowanej formie, tak zwanego kryzysu zadłużeniowego. W ujęciu syntetycznym i generalnym, początek kryzysowi dała zapaść na rynku pożyczek hipotecznych wysokiego ryzyka w Stanach Zjednoczonych. Kryzys został spowodowany przez pożyczki (kredyty) zabezpieczone hipotecznie, które udzielały banki przy wysokim ryzyku spłaty, osobom o niewystarczających możliwościach finansowych (wysokie ryzyko idiosynkratyczne/indywidualne). Pożyczki te stawały się następnie zabezpieczeniem strukturyzowanych obligacji, masowo sprzedawanych w celach inwestycyjnych i spekulacyjnych przez prywatne instytucje finansowe, w tym

największe banki amerykańskie i europejskie. Świadomość ryzyka tkwiącego w tych obligacjach była niewielka, gdyż od ponad dekady trwał wzrost cen na rynku nieruchomości, a czołowe instytucje ratingowe (Standard&Poors, Moody's, Fitch) wystawiały wysokie oceny bezpieczeństwa rzezonym obligacjom. Wysoki odsetek kredytobiorców niespłacających swoich zobowiązań poskutkował z kolei brakiem gotówki na rynku kredytowym i niestabilnością (zagrożeniem utratą płynności i wypłacalności) instytucji finansowych.

## **Geneza kryzysu**

Kryzys dotyczył początkowo tylko amerykańskich banków inwestycyjnych. Przełomowym momentem, mającym wpływ na kryzys, było wejście na giełdę w Nowym Jorku, w latach dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku, jednego z największych banków inwestycyjnych Goldman Sachs. Wejście na giełdę w sytuacji większości spółek giełdowych determinuje – przynajmniej w pierwszym okresie – zmianę hierarchii celów strategicznych, w postaci przesunięcia na pierwsze miejsce celu polegającego na maksymalizacji zysków bieżących. Bezpośredni motywem tego rodzaju redefinicji jest prozaiczny. Od wielkości wyniku finansowego netto zależą bezpośrednio bonusy dla zarządu i wysokiej kadry zarządzającej. W takich warunkach najczęściej kwestie rzetelnej wyceny ryzyka, a nawet zwykłej uczciwości w zarządzaniu schodzą na dalszy plan. Innymi słowy – z jednej strony czujność i wrażliwość zarządzających ryzykiem na sygnały ostrzegawcze ulega stopieniu (do czasu generowania wysokich przychodów gotówkowych generowanych przez wzrost wolumenów sprzedażowych), a z drugiej strony – czyni uszy zarządów banków zamkniętymi dla ewentualnych ostrzeżeń płynących z obszaru zarządzania ryzykiem (których wystąpienie jest także mało prawdopodobne). Konsekwencją tego był bardzo znaczący wzrost skali operacji obarczonych wysokim ryzykiem. Istotnym faktem jest również wycofanie w 1999 r. przepisu w amerykańskim prawie bankowym o zakazie łączenia dwóch typów bankowości: inwestycyjnej (dopuszczającej podejmowanie działalności o dużym ryzyku) i depozytowo-kredytowej.

## **Kryzys na rynku nieruchomości**

Innym niezwykle istotnym aspektem kryzysu było załamanie na rynku nieruchomości amerykańskich, poprzedzone kilkuletnim nieracjonalnym wzrostem ich cen. Rozważmy w syntetyczny sposób genezę tego załamania. Pod koniec lat dziewięćdziesiątych amerykańskie władze, z socjalistycznym prezydentem Williamem Clintonem na czele prowadziły krótkowzroczną, populistyczną politykę, głosząc iż każdy obywatel Stanów Zjednoczonych powinien mieć możliwość posiadania domu na własność. W tym celu prezydent Clinton doprowadził do wsparcia częściowo państwowych firm Federal National Mortgage Assosiation (FannieMae) oraz Federal Home Loan Mortgage Corporation (FreddieMac) znacznymi środkami pieniężnymi z kieszeni amerykańskiego podatnika, które zostały przeznaczone na gwarantowanie przez te instytucje kredytów mieszkaniowych zaciąganych przez osoby mało zarabiające.

Ważną rolę w latach przed wybuchem kryzysu odegrała także amerykańska Rezerwa Federalna (ang. Federal Reserve - FED), czyli instytucja sprawująca nadzór na bankami i prowadząca politykę pieniężną, w ramach której ustala stopy procentowe. W roku 2000 giełdy amerykańskie (w szczególności NASDAQ) załamały się na skutek nadmiernego przecenienia przedsiębiorstw z szeroko pojętej branży technologicznej (tzw. "pęknięcie bańki internetowej"). Krach ten wywołał trwające około 2 lata zahamowanie wzrostu gospodarczego. Odpowiedzią Rezerwy Federalnej było stopniowe obniżanie stóp procentowych do wyjątkowo niskich poziomów (1,25% w listopadzie 2002 roku). Co za tym idzie znacznie spadły ceny kredytów oraz oprocentowanie lokat bankowych. Natomiast w tym samym czasie inflacja była wyższa (2,2% w listopadzie 2002 rok do roku). Naturalną rynkową reakcją ludności i przedsiębiorstw było poszukiwania inwestycji, które pozwolą ochronić posiadany kapitał przed utratą wartości. Inwestycją taką okazały się nieruchomości. Dodatkowym bodźcem zachęcającym do ich zakupu było niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych. Zwiększony popyt na domy i mieszkania spowodował wzrost cen. To z kolei prowadziło do coraz bardziej powszechnego zjawiska kupowania nieruchomości na kredyt celem ich szybkiej sprzedaży przy zarobku od kilkunastu do kilkudziesięciu procent. Tym sposobem nakręciła się spirala - kupowano bo można było łatwo zarobić na wzroście cen, ceny wzrastały bo kupowano. Bardzo wielu osób czy rodzin, które w tamtym czasie kupiły mieszkanie nie było na to w rzeczywistości stać, otrzymywały one jednak tzw. kredyt *subprime*, często gwarantowany przez instytucje państwowe (Fannie i Freddie).

Wkład w formowanie nieruchomościowej bańki spekulacyjnej oprócz nierozważnych władz miała także branża usług finansowych. Podstawowym błędem finansistów była wiara w niekończący się wzrost cen nieruchomości. W związku z tym oferowali oni kredyty ludziom zarabiającym niewystarczająco dużo aby je spłacać, zakładając, że w razie ich niewypłacalności zarobią na sprzedaży zastawionej nieruchomości. Dodatkowo bankierzy inwestycyjni zaczęli przenosić ryzyko z posiadanych aktywów na inwestorów prywatnych i instytucjonalnych zamieniając i sprzedając posiadane należności w papiery wartościowe, tzw. *mortgage-backed securities*. Z racji tego, że stopy procentowe były na niskich poziomach papiery te cieszyły się sporym wzięciem wśród inwestorów chcących osiągnąć stopy zwrotu powyżej przeciętnej. Dodatkowo do zakupu zachęcały wysokie ratingi wystawione przez agencje takie jak Standard&Poors, Moody's czy Fitch. Agencje te pobierały wynagrodzenie za ratingi od instytucji, które oferowały produkty tym ratingom podlegającym. Podejrzewa się, że oceny dokonywane przez agencje nie były obiektywne. Działania te są przedmiotem śledztwa komisji złożonej z członków Izby Reprezentantów. Innym instrumentem finansowym sprzedawanym instytucjom na całym świecie były tzw. CDS - *credit default swap* - ich konstrukcja polega na tym, że jedna strona w zamian za wynagrodzenie zobowiązuje się do spłaty zabezpieczonej CDsem wiarytelności strony drugiej, w wypadku gdyby faktyczny dłużnik tej wiarytelności nie spłacił. De facto jest to więc ubezpieczenie spłaty kredyty przez osoby prywatne i przedsiębiorstwa. Również te papiery posiadały wysokie ratingi.

Według dr Oskara Bernla, wśród zróżnicowanych przyczyn wybuchu światowego kryzysu światowego pierwsze miejsce należy się właśnie wspomnianym już kredytom „*subprime*”, tzn. szczególnego rodzaju kredytom hipotecznym, przyznawanych dla osób

o złej lub wątpliwej historii kredytowej, o zmiennym oprocentowaniu. Zostały one udzielone klientom o wysokim poziomie ryzyka spłaty należności (niskie dochody, brak stabilizacji zawodowej).

Regres na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych *subprime* rozkwitł w połowie 2007 r., jednak objawy kryzysu pojawiały się jeszcze wcześniej. Aby zrozumieć cały mechanizm, trzeba cofnąć się jeszcze dalej, do lat trzydziestych XX wieku i ustawy powołującej kasy pożyczkowe. Ich celem było wspomaganie budownictwa mieszkaniowego przez fundusze federalne. Z czasem jednak przepisy o zasadach funkcjonowania kas zaczęły się zmieniać do tego stopnia, że nastąpiło zniesienie kontroli nad tworzonymi na bazie wspomnianej ustawy kasami. Pozbawione nadzoru kasy zaczęły udzielać pożyczek osobom o niskich dochodach, w zamian za wysokie oprocentowanie.

W poszukiwaniu nowych sposobów inwestowania, najpierw fundusze hedgingowe (instytucje finansowe zarządzające powierzonym kapitałem, w sposób polegający na kupnie i krótkiej sprzedaży papierów na rynku kapitałowym), a następnie banki zaczęły inwestować środki finansowe w fundusze pożyczkowe. Portfele banków pęczniały i trzeba było znaleźć sposób na pozbywanie się części aktywów, aby móc rozwijać dalej akcję kredytową. Zaczęło się przejmowanie mniejszych funduszy i łączenie aktywów w grupy, na podstawie których sekurytyzowano je, emitując tzw. *Collateralized Debt Obligations (CDO)* czy *Mortgage Backed Securities (MBS)*. Rozwój przeżywał też rynek pochodnych instrumentów kredytowych, wśród których największą popularnością cieszyły się *Credit Default Swaps (CDS)*, pozwalające na ubezpieczenie się przed ryzykiem kredytowym.

Instytucje kredytowe ignorując całkowicie podstawowe zasady finansowania, udzielały kredytów osobom nie posiadającym stałego źródła dochodu. W efekcie zwiększonego popytu ceny nieruchomości zaczęły rosnać w zawrotnym tempie. A stały wzrost ich wartości pozwalał refinansować kredyty hipoteczne według bieżącej wartości nieruchomości, stanowiąc źródło łatwo dostępnej gotówki (*ang. Mortgage Equity Withdrawal - MEW*). Wartość MEW, dzięki którym Amerykanie pod zastaw nieruchomości pożyczyci środki na wydatki konsumpcyjne na przestrzeni lat 2001-2007 znacznie przekroczyła bilion dolarów. Ryzykowne pożyczki niemal równocześnie przekazywane były niczego nie spodziewającym się inwestorom poprzez rynek MBS. W sytuacji idealnej kupujący mógł refinansować albo spieniężyć dom po roku lub dwóch, gdy jego wartość wzrosła o powiedzmy 15-20 procent, kredytodawca finansujący zakup nieruchomości wprowadzał ryzykowną pożyczkę do obrotu spekulacyjnego, gdzie inwestor uzyskiwał zwykle ok. 15 procentową roczną stopę zwrotu. Ten sam kredytobiorca obsługując kredyt pobierał odsetki i prowizje i mógł równocześnie w ramach stworzonego konglomeratu finansowego posiadać w portfelu MBS-y oparte na udzielonych pożyczkach zarabiając w ten sposób z dwóch źródeł odnoszących się do tych samych aktywów.

Dopóki trwał trend wzrostowy, cały mechanizm był cudowną wolnorynkową maszyną generującą zyski. Wzrastający poziom cen nieruchomości podzielił rynek na kilka segmentów, a mianowicie na pożyczkodawców, pożyczkobiorców, emitentów MBS-ów, pośredników, ubezpieczycieli, agencje ratingowe, Fannie Mae i Freddie Mac oraz inwestorów, z których wszyscy osiągnęli określonego rodzaju korzyści.

Po raz ostatni FED obniżył stopy 25 czerwca 2003 roku. Rok później - ze względu na rosnące koszty kredytu - zaczęła się seria podwyżek, która trwała do 29 czerwca 2006 roku. Stopy procentowe wzrosły w tym okresie z 1% o 4,25 punktu procentowego do czerwca 2006 r. Rosnące oprocentowanie lokat było przyczyną mniejszego zainteresowania inwestycją w nieruchomości. Jednocześnie podniosło się oprocentowanie kredytów, a więc znacznie wzrosły obciążenia domowych budżetów milionów amerykańskich rodzin. Wiele z nich zaprzestało spłacania zobowiązań. Banki przejmowały zadłużone domy, a następnie wystawiały je na sprzedaż. Zwiększona podaż oraz zmniejszony popyt zaowocowały szybkim spadkiem cen. Nakręcała się kolejna spirala. W okresie od początku 2006 do połowy 2007 r. ceny nieruchomości ze względu na rosnącą podaż spadły tak znacznie, że amerykańska bańka ostatecznie pękła, a skutki tego zaczęły rozprzestrzeniać się na cały świat. Kryzys na rynku nieruchomości w USA szybko okazał się ogólnoswiatowym problemem.

W związku ze spadkiem wartości zabezpieczeń hipotecznych banki żądały od swoich klientów zwiększenia zastawu, a gdy nie było to możliwe przejmowały i wystawiały na sprzedaż kolejne nieruchomości jeszcze bardziej przyczyniając się do spadku cen. Tym sposobem w 2007 roku banki stały się właścicielem setek tysięcy domów, które musiały sprzedać dużo poniżej wartości kredytów udzielonych na ich zakupów. Jednocześnie zaznaczyły się pierwsze negatywne wpływy na realną gospodarkę, do tej pory bowiem kryzys miał miejsce jedynie w sektorze finansowym. Najbardziej ucierpiała branża dewelopersko - budowlana. Jako, że rynek został zalany tanimi domami zupełnie nie opłacalne stało się budowanie nowych, co spowodowało upadki firm budowlanych i zwolnienia pracowników. Zmalała także konsumpcja, co było skutkiem zubożenia amerykańskich rodzin w wyniku wzrostu obciążeń związanych z koniecznością zapewnienia dachu nad głową.

W miarę postępu kryzysu kolejne instytucje na całym świecie zaczęły ujawniać poniesione straty. Na początku podawano informacje bezpośrednio związane z kredytami *subprime*, jednak dość szybko problemy zaczęły zgłaszać instytucje zaangażowane na rynku CDO, MBS i CDS.

Największe odpisy związane z utratą wartości aktywów ujawniły banki agresywnie działające na rynku kredytów *subprime*. Z pewnością nie są to dane ostateczne gdyż banki niechętnie ujawniają takie informacje. W tej sytuacji trudno jest mówić o możliwym poziomie wszystkich strat, zwłaszcza, że część z nich jest bardzo trudno oszacować, ze względu na skomplikowaną budowę strukturyzowanych instrumentów pochodnych powiązanych z kredytami *subprime*. Ciężko jest także ocenić faktyczną wartość różnego rodzaju wehikułów finansowych *Structured Investment Vehicles (SIV)* opartych na niejednorodnych aktywach, które po zsekurytyzowaniu wypuszczane były na rynek w postaci papierów wartościowych.

Rezerwy na takie właśnie strukturyzowane pochodne utworzyć musiał amerykański ubezpieczyciel American International Group (na kwotę 11,5 mld USD) oraz MBIA i Ambac Financial Group, czyli najwięksi ubezpieczyciele obligacji w USA, których łączne odpisy wyniosły około 9 mld USD. Drugi największy emitent obligacji typu *mortgage bonds* w USA - Bear Stearns, musiał przeznaczyć 3,2 mld USD na ratowanie swoich funduszy hedgingowych, choć i to nie uratowało go przed upadkiem. Byłe agencje rządowe powołane do finansowania rynku nieruchomości Fannie Mae i Freddie

Mac musiały utworzyć ok. 4,7 mld USD rezerw na straty związane ze spadkiem wartości kredytów subprime. Straty związane z kredytami subprime nie dotyczą tylko instytucji amerykańskich. Odpisy lub straty wynikające z zaangażowania w instrumenty powiązane z kredytami subprime ujawniły m.in. takie instytucje jak Santander Consumer Finance i IKB Deutsche Industriebank, każdy na kwotę ok. 5,2 mld USD, Credit Agricole ok. 3 mld USD, HSBC ok. 3,4 mld USD, a także Barclays Bank, Royal Bank of Scotland, Societe Generale, każdy po ok. 2,6 mld USD oraz Fortis 2,3 mld USD, a nawet niemiecki bank państwowy HSH Nordbank, którego straty sięgnęły 1,7 mld USD. Wartości nie wszystkich odpisów lub strat da się jednoznacznie określić, np. Deutsche Bank podał, że jego straty wynikające z instrumentów powiązanych z kredytami subprime w III kw. 2007 r. wyniosły ok. 2,4 mld USD, jednak straty za cały rok były mniejsze. Warto zauważyć, że w 2007 r. i w latach następnych banki działające w Polsce nie ujawniły strat wynikających bezpośrednio z kryzysu subprime.

Ujawnionych do tej pory strat jest z pewnością więcej niż wskazano powyżej, a eksperci oceniają, że kilkadziesiąt instytucji zaangażowanych na rynku kredytów *subprime* może stracić samodzielność lub ogłosić upadłość w wyniku kryzysu. Upadłość ogłosił m.in. fundusz hedgingowy Peloton Partners oraz Carlyle Capital, a także znacjonalizowany bank Northern Rock. Jednym z największych przegranych jest Bear Stearns, który ze względu na utratę płynności został przejęty przez swojego konkurenta JP Morgan Chase Bank za 236 mln USD, tj. po 2 USD za tą samą akcję, która jeszcze w styczniu 2007 r. kosztowała ponad 170 USD.

W obliczu takich strat pojawia się pytanie jak to możliwe? Dobrym przykładem odpowiadającym na to pytanie jest działalność wspomnianego funduszu Carlyle Capital, który posiadając aktywa na poziomie około 670 mln USD i wykorzystując lewarowanie nabył aktywa za blisko 22 mld USD. W wyniku spadku wartości posiadanych aktywów, instytucje kredytujące zażądały wpłacenia dodatkowych depozytów zabezpieczających, które najpierw zostały sfinansowane przez Carlyle Group w kwocie 150 mln USD, jednak po wezwaniu do wpłacenia kolejnych 400 mln USD, okazało się, że fundusz nie jest wypłacalny. Problemy instytucji finansowych to więc nie tylko same straty wynikające z kryzysu, ale także brak płynności. Konsekwencją kryzysu płynności na rynku instrumentów pochodnych opartych o dłużni hipoteczne były również kłopoty instytucji ubezpieczeniowych - gwarantów emisji. Skalę ich zaangażowania pokazuje sięgająca pół biliona dolarów wartość pozycji firmy AIG w transakcjach swapów kredytowych na koniec 2007 r. Załamanie na rynku spowodowało, że agencja Moody's obniżyła największemu amerykańskiemu ubezpieczycielowi rating kredytowy co spowodowało znaczny wzrost wymaganego w transakcjach swapów kredytowych zastawu gwarancyjnego. AIG nie było w stanie go uzupełnić i znalazło się nad przepaścią.

W tak złożonej sytuacji, trudno jest ocenić dalszy rozwój wypadków, gdyż jeden nieodpowiedni sygnał może zaważyć na zaufaniu i wycofaniu środków niezbędnych do utrzymania płynności, a w konsekwencji doprowadzić do upadłości instytucji. Z tego względu wszelkie informacje o ewentualnych problemach instytucji finansowych powinny być podawane w sposób wyważony a interwencja władz, w tym m.in. rządowych, monetarnych i nadzorczych, powinna być przemyślana, a zarazem bardzo szybka.

## Kryzys na rynku finansowym

W wyniku niespłaconych kredytów i niskich wycen nieruchomości banki zaczęły pokazywać w sprawozdaniach finansowych ogromne straty. Podjęto pierwsze próby działań naprawczych, które polegały na pospiesznym dokapitalizowaniu największych banków. Kilkuprocentowe pakiety akcji w bankach takich jak Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers, Citigroup objęły fundusze z regionów Azji i Bliskiego Wschodu. Nie w każdym przypadku działania te okazały się skuteczne. 15 września 2008 roku Lehman Brothers ogłosił upadłość. Kilka banków zostało sprzedanych, np. Wells Fargo został nowym właścicielem Wachovii, czwartego największego pod względem posiadanych aktywów banku w Stanach Zjednoczonych, a Washington Mutual i Bear Stearns zostały kupione przez JP Morgan Chase. Według agencji Bloomberg w ciągu całego 2007 roku w Stanach Zjednoczonych działalność zawiesiło, zbankrutowało lub zostało sprzedanych co najmniej 100 firm zajmujących się udzielaniem kredytów hipotecznych.

Banki, które udzielały kredytów hipotecznych nie były jedynymi instytucjami, które poniosły straty związane z załamaniem rynku nieruchomości. Równie mocno ucierpiały banki inwestycyjne oraz inni inwestorzy, którzy zgromadzili w swoich portfelach znaczne pakiety instrumentów pochodnych opartych na wierzytelnościach. Szybko okazało się, że posiadacze CBSów nie są w stanie wyegzekwować swoich należności, zostali oni z nic niewartymi papierami. Dla przykładu, straty największego angielskiego (Amerykanie sprzedawali papiery na całym świecie) banku HSBC na CBSach wyniosły 10,5 miliarda dolarów. Natomiast posiadacze swapów kredytowych zostali zmuszeni do spłaty długów, które gwarantowali w zamian za prowizję.

Pęknięcie bańki w nieruchomościach spowodowało także dotkliwe straty dla osób i instytucji bezpośrednio lub poprzez fundusze inwestycyjne w te nieruchomości inwestujące. Jeszcze w 2006 wszystkie domy w Stanach Zjednoczonych były wyceniane na 13 bilionów dolarów, natomiast w połowie 2008 wartość ta spadła do 8.8 biliona dolarów. Spowodowało to między innymi upadek funduszy Bear Sterns, a co za tym idzie straty oszczędności członków tych funduszy.

Kryzys rozpoczęty w nieruchomościach stał się także jedną z przyczyn załamania na amerykańskich i światowych giełdach papierów wartościowych. Dochodzące negatywne wiadomości ze spółek finansowych oraz sektora budowlanego i deweloperskiego stały się powodem paniki i wyprzedazy akcji tych firm, a także pociągnęły za sobą spadek wartości innych przedsiębiorstw. Na spadkach indeksu giełdowego Standard&Poors 500 od połowy 2007 r. znacznie ucierpieli przyszli emeryci. Amerykańskie fundusze emerytalne straciły w tym czasie 2,3 biliona dolarów, podobnie było na całym świecie, jako że gracze giełdowi często powtarzają zachowania giełd ze Stanów Zjednoczonych. Po wycofaniu pieniędzy z giełd i nieruchomości inwestorzy zaczęli szukać lepszego miejsca na ulokowanie kapitału. Znaczna ich część dokonała inwestycje w instrumenty pochodne oparte na dobrach naturalnych, takich jak produkty żywnościowe (zboża, kawa, kakao) czy surowce naturalne, w tym energetyczne (ropa naftowa). Było to jednym z ważnych powodów światowego wzrostu cen żywności (w wielu krajach dochodziło z tego względu do protestów ludności, często rządy decydowały się na subsydiowanie jedzenia) a także ogromnego (prawie 140 dolarów) wzrostu ceny ropy naftowej na światowych

rynkach, co miało wpływ na realną gospodarkę, gdyż cena ropy ma bezpośredni związek z kosztami bardzo wielu produktów i usług, a więc w wielu państwach rosła inflacja.

## **Kryzys zaufania**

Po szoku spowodowanym upadkiem wielkich banków nastąpiło kolejne stadium kryzysu, które można określić jako kryzys zaufania. Osoby prywatne i przedsiębiorstwa przestały ufać sektorowi finansowemu, również banki nie wierzyły sobie nawzajem. We wrześniu 2008 roku z amerykańskich funduszy inwestycyjnych „zniknęło” 150 miliardów dolarów. Powodowało to konieczność sprzedaży przez fundusze akcji i innych aktywów, co miało skutek w postaci spadku ich cen i dalszego wycofywania środków z funduszy.

W normalnie funkcjonującej gospodarce, banki często pożyczają sobie wzajemnie pieniądze, które następnie przeznaczają głównie na kredyty. W kryzysie, banki obawiając się możliwości posiadania przez ewentualnego pożyczkobiorcę tzw. toksycznych aktywów (np. CBS, CDS) i możliwości jego bankructwa zaprzestały tej praktyki, co w niektórych przypadkach powodowało brak środków na kredyty. Ten powód zaś, wraz z brakiem zaufania do prywatnych pożyczkobiorców (ludności i przedsiębiorstw) przełożył się na znaczne ograniczenie akcji kredytowej dla gospodarki. Jeśli natomiast kredyty były udzielane, to trzeba się było liczyć ze znacznym wzrostem ich kosztów, tj. oprocentowania.

Kryzys finansowy coraz bardziej przekładał się na gospodarkę. Wiele przedsiębiorstw pozbawionych kredytu musiało zrewidować swoje plany inwestycyjne, często rezygnując z nowych przedsięwzięć bądź odkładając je na późniejszy okres. Wiele firm, które utraciły swoich klientów w wyniku utraty pracy bądź obawy przed takim wydarzeniem próbowało refinansować swoje kredyty, jednak najczęściej spotykały się z odmową. Jeżeli nie udało im się pozyskać innego źródła funduszy, jak np. emisja akcji dla nowego inwestora czy subsydia od państwa, były zmuszone ogłosić upadłość. Znaczne problemy miała lub ma do tej pory silnie rozwinięta w Stanach Zjednoczonych branża motoryzacyjna. Popyt na samochody został z jednej strony ograniczony przez rezygnację amerykańskich obywateli z zakupu w związku z utratą pracy, z drugiej przez zahamowanie akcji kredytowej nawet dla Amerykanów posiadających źródło dochodów. W związku z tym upadłość ogłosiła firma Chrysler, a General Motors została zmuszona do sprzedaży m.in. Opla.

## **Kryzys w Polsce**

W Polsce wystąpiły inne zjawiska niż w USA czy krajach Europy Zachodniej. Przede wszystkim naszego kraju nie dotknęła sprawa papierów wartościowych powiązanych z amerykańskimi kredytami hipotecznymi. Prof. Leszek Balcerowicz na konferencji "Forum historyczne 1989 - 2009" w Berlinie w maju 2009 ocenił, że kryzys nie dotknął Polski, ponieważ nasz rynek wykazał się zdrowym zacofaniem. Rada Polityki Pieniężnej prowadziła także o wiele lepszą politykę pieniężną, a swój udział w uniknięciu poważnego kryzysu miała Komisja Nadzoru Bankowego, która nie dopuściła



do wytworzenia sektora kredytów subprime, choć była poddawana naciskom ze strony rządu, stosującego podobną do amerykańskich władz socjalistyczną retorykę "każdy musi mieć dom". Głównym instrumentem, który zahamował kredyty subprime była tzw. rekomendacja S, która zaostrzyła sposoby obliczania zdolności kredytowej klientów banków.

Polska nie ustrzegła się jednak innych problemów, które nie dotyczyły Stanów Zjednoczonych i innych państw. W szczególności mowa tu o niestabilności polskiego złotego i następstw z tym związanych. Gdy w związku z załamaniem rynku nieruchomości nastąpił krach na giełdach inwestorzy zaczęli szukać bezpiecznych lokat kapitału. Rynki tzw. krajów wschodzących, w tym krajów regionu Europy Środkowo - Wschodniej zostały uznane za miejsce o wysokim stopniu ryzyka, ponieważ spore problemy związane m.in. z błędną polityką fiskalną miały kraje takie jak Węgry, Ukraina i państwa bałtyckie. Dlatego znaczna część inwestorów ze Stanów Zjednoczonych i Europy Zachodniej sprzedała swoje papiery wartościowe i wyszła z innych inwestycji, a pieniądze otrzymane w złotych wymieniła na swoje lokalne waluty, przede wszystkim dolary i euro. Zmniejszenie popytu i zwiększenie podaży na rynku złotego naturalnie spowodowały znaczny spadek jego ceny. W połowie 2007 za 1 USD płacono ok. 2,10zł, a w pierwszym kwartale 2009 cena dochodziła do 3,70zł. Tak drastyczna zmiana okazała się katastrofalna w skutkach dla firm, które w okresie umacniającego się złotego postanowiły skorzystać z ofert banków i zakupić tzw. opcje walutowe. Jest to instrument pochodny w stosunku do kursu walut, rodzaj zakładu pomiędzy bankiem a przedsiębiorstwem, którzy zobowiązują wzajemnie do handlu określoną walutą w określonym czasie po z góry ustalonej cenie. Opcje były przeznaczone głównie dla przedsiębiorstw eksportujących swoje towary. Zawierały one umowy z bankami, ponieważ ich wpływy otrzymywane za granicą głównie w euro w przełożeniu na złote oznaczały coraz mniejsze zyski lub utratę opłacalności. Gdy trend się odwrócił, firmy były zobowiązane wymieniać euro na złote po cenie niższej od rynkowej. Wiele z nich musiało poddać się głębokiej restrukturyzacji, a kilka zbankrutowało.

Problemy uzewnętrzniły się także w sferze handlu zagranicznego. Z jednej strony zagraniczni kontrahenci znacznie ograniczyli zamówienie na eksportowane z Polski dobra, z drugiej w związku z osłabieniem złotówki wzrosły ceny importowanych towarów, jak na przykład ropy naftowej. Inflacja, z poziomu historycznych minimów na poziomie 2 % rok do roku latem 2010 roku podniosła się do prawie 5% pod koniec 2011 roku, by obecnie obniżyć się do 3,4% w październiku 2012 rok.

Wydaje się, że prawdopodobnie skutki kryzysu światowego uderzą w Polską gospodarkę z opóźnieniem. Przy inflacji nieco powyżej celu inflacyjnego, jednak nadal pozostającej pod kontrolą, sygnałem pogarszającej się koniunktury jest wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego. Od 2008 roku, przy przeciętnej stopie poniżej 10%, co roku rośnie ona o mniej więcej 1 punkt procentowy do poziomów około 13% w 2012 roku. Trend spadku dynamiki rocznej PKB miał w zasadzie charakter dwufazowy. Pierwsza faza osłabienia trwała od 3 kwartału 2008 r. (umowny początek kryzysu światowego wyznaczony upadkiem Lehman Brothers) do końca 2009 r.. kiedy to stopa wzrostu PKB powróciła do 3,3% z minimum 0,7% odnotowanego w 1 kwartale 2009 r. Przyczyny wystąpienia tej fazy wynikały z czynników opisanych w poprzednim akapicie i miały

charakter ograniczony czasowo. Do I kwartału 2012 roku Polska skutecznie opierała się kryzysowi światowemu, który w zasadzie dotknął całą strefę euro. W 2 i 3 kwartale 2012 roku odnotowano już wyraźny spadek aktywności gospodarczej, odpowiednio 2,5% (spadek kwartalny o 1,3 p.p.) oraz 1,4%. Wielu ekonomistów przewiduje nasilenie i największe natężenie zjawisk kryzysowych w 2013 roku, jednak bez żadnej gwarancji pojawienia się sygnałów odrodzenia w 2014 roku.

## **Kryzys w innych państwach**

Oprócz Stanów Zjednoczonych, kryzys wywołał także następstwa w innych rejonach świata. Głównym tego powodem było posiadanie w swoich bilansach tak zwanych toksycznych aktywów, to jest poddanych sekurytyzacji wierzytelności hipotecznych typu subprime. Gdy stały się one bezwartościowe, wiele instytucji, głównie finansowych, zostało zmuszonych do dokonania znacznych odpisów, co stało się powodem ogromnych strat. Często konieczne było pozyskanie finansowania dalszej działalności, nie obyło się także bez nacjonalizacji przedsiębiorstw (Fortis został przejęty przez rządy Belgii i Luksemburga, pożyczką od rządu Holandii ratował się ING, rząd brytyjski przejął bank hipoteczny Northern Rock, a Szwajcarzy skupują z publicznych pieniędzy aktywa banku UBS).

Dramatyczny obrót przybrał kryzys w Islandii. Kraj ten znaczną część swojego PKB wytwarzał poprzez sektor finansowy. W 2008 roku zbankrutowały 3 największe islandzkie banki, co było wynikiem odmowy refinansowania ich pożyczek krótkoterminowych. Bankructwa te pociągnęły za sobą tzw. run na banki, nie tylko w Islandii, ale również w zagranicznych oddziałach tych instytucji. Brak zaufania do Islandii spowodował ogromną przecenę islandzkiej korony oraz spadek kapitalizacji giełdy w Reykjavíku o 90%. Kraje takie jak Wielka Brytania, Irlandia i Hiszpania zmagają się podobnie jak Stany Zjednoczone z problemem przeinwestowania w budownictwie, głównie mieszkaniowym. Skutkiem tego jest recesja spowodowana znacznymi zwolnieniami w sektorze budowlanym i spadkiem cen nieruchomości. Bezrobocie w Hiszpanii jest najwyższe we Wspólnocie Europejskiej i kształtuje się na poziomie ok. 26% w 4 kwartale 2012 roku.

## **Zwalczanie kryzysu**

Wiele rządów oraz banków centralnych w odpowiedzi na kryzys rozpoczęło działania zapobiegające jego dalszemu rozprzestrzenianiu oraz prowadzące do powrotu na ścieżkę rozwoju gospodarczego.

Naturalną reakcją Rezerwy Federalnej na zatrzymanie przez banki akcji kredytowej było obniżenie stóp procentowych. Obniżki rozpoczęły się przy poziomie stopy depozytowej 5,25%. Pierwsza z nich miała miejsce 18 września 2007 roku, w kwietniu następnego roku został osiągnięty poziom 2%, ponownie stopy obniżano w ramach skoordynowanej akcji światowych banków centralnych w czwartym kwartale 2008 roku, osiągając w grudniu 0%. Stopa depozytowa określa oprocentowanie lokat krótkoterminowych, najczęściej jednodniowych, które bank centralny otwiera dla banków komercyjnych. W tym przypadku FED zaprzestał płacenia za złożone depozyty, mając na celu

skierowanie pieniędzy banków na kredyty dla ludności i przedsiębiorstw. Innym działaniem FEDu było udzielenie niskooprocentowanych pożyczek bankom komercyjnym, które również miały zostać przeznaczone na kredytowanie gospodarki.

Także władze rządowe podjęły interwencję. W lutym 2008 prezydent George Bush podpisał ustawę, która wprowadzała program wysyłania czeków dla podatników. Przeznaczono na ten cel z amerykańskiego budżetu 168 miliardów dolarów. Pieniądze te miały zostać przeznaczone na zwiększoną konsumpcję, ich wypłata zbiegła się jednak w czasie ze wspomnianą zwyżką cen paliw i żywności, więc zostały głównie przeznaczone na pokrycie tych wzrostów.

Najbardziej medialną próbą walki z kryzysem był tzw. plan Paulsena, którym media ekscytowały się jesienią 2008 roku. Został on przygotowany przez ówczesnego sekretarza skarbu w administracji prezydenta Busha Henry'ego Paulsona i zakładał wypłacenie instytucjom finansowym, które poniosły straty w związku obligacjami MBS siedmiuset miliardów dolarów. Projekt ten wzbudził znaczne kontrowersje. Jego zwolennicy przekonywali, że to jedyny ratunek dla amerykańskich banków, których upadek spowodowałby długoletnią recesję. Antagoniści wskazywali natomiast na negatywne skutki dla deficytu i w dalszej perspektywie długu publicznego Stanów Zjednoczonych oraz na niesprawiedliwość związaną z tym, że za błędy garstki finansistów płacą miliony amerykańskich podatników. Po przyjęciu planu przez Senat został on odrzucony przez Izbę Reprezentantów, co spowodowało spadek indeksów giełdowych w Stanach Zjednoczonych od 7 do 9 procent w ciągu jednego dnia. Po niewielkich poprawkach plan został ostatecznie zatwierdzony 3 października.

Politycy w Stanach Zjednoczonych oraz na forum międzynarodowym postawili sobie także za cel zmianę regulacji prawnych, tak aby podobny kryzys więcej się nie powtórzył. Między innymi na poświęconym temu tematowi forum grupy G20 w kwietniu 2009 roku proponowano takie rozwiązania jak zwiększenie kontroli nad rynkami finansowymi, w szczególności funduszami hedge, które często tworzą i korzystają ze skomplikowanych instrumentów pochodnych, oddzielenie bankowości inwestycyjnej od kredytowo-depozytowej, obowiązek wymagania przez banki wkładu własnego przy zaciąganiu kredytu hipotecznego, objęcie nadzorem instytucji parabankowych. Niektóre z tych propozycji weszły w życie, inne są rozpatrywane. Większość ma szansę na realizację, ze względu iż zarówno prezydent Stanów Zjednoczonych jak i większości w obu izbach Kongresu wywodzą się z Partii Demokratycznej, która opowiada się za wysokim etatyzmem.

Działania takie spotykają się jednak ze sprzeciwem niektórych ekonomistów, na przykład w Polsce negatywnie nastawiony do nadmiernych ingerencji w gospodarkę jest prof. Balcerowicz. Wskazuje on, że kryzys jest wykorzystywany do krytyki wizji wolnej gospodarki, a socjaliści próbują skompromitować kapitalizm, rzucając słowem "neoliberalizm" tak jak kiedyś używali "burżuazja". W rzeczywistości jednak, twierdzi Balcerowicz, to właśnie nadmierna ingerencja rządów stała się przyczyną kryzysu, jak choćby wspomniana presja na udzielane kredytów osobom o niskich dochodach i luźna polityka pieniężna FEDu.

## Podsumowanie

Kryzys finansowy stał się przyczyną aktualnie trwającej recesji lub spowolnienia w wielu państwach świata. W swojej drugiej fazie, mniej więcej od 2011 roku, kryzys ten zmienił charakter na tak zwany „kryzys zadłużeniowy”, mający charakter głęboko strukturalny. Jedyne, co z pewnością można stwierdzić, to to, że perspektywy jego zakończenia są bardzo niejasne. Głównym problemem w sferze przewidywania scenariuszy na przyszłość jest brak odniesienia do zjawisk o podobnym charakterze z przeszłości. Niepokojące jest również to, iż prawdopodobnie każdy z kolejnych światowych kryzysów finansowo-gospodarczych począwszy do lat siedemdziesiątych ubiegłego wieku miał większy wymiar, przy czym obecny zdecydowanie przewyższa – jeśli chodzi o zakres i skutki finansowe – podobne zjawiska, być może za wyjątkiem wielkiego kryzysu z lat trzydziestych dwudziestego wieku. Trzeba również pamiętać, że obecny kryzys jeszcze się nie skończył, nie wiadomo kiedy się skończy, a w Polsce właściwie dopiero się zaczyna (wspomniana druga faza osłabienia wzrostu PKB).

Najbardziej niepokojący wydaje się jednak utrzymujący się brak skutecznej recepty na kryzys, stwarzającej perspektywę powrotu na ścieżkę wzrostu nawet w dłuższym horyzoncie czasowym. Dotyczy to także konkretnych instrumentów (bailout) stosowanych przez rządy i banki centralne. Ich udostępnienie instytucjom finansowym i całym krajom jest przecież uwarunkowane wymaganiami wprowadzenia bardzo surowych oszczędności (lub podniesienia podatków), co praktycznie odsuwa na długi okres możliwość samodzielnego generowania wzrostu gospodarczego i ograniczenia bezrobocia, zwłaszcza wśród młodych ludzi.

Jedynym wyraźnym pozytywem obecnego stanu rzeczy, szczególnie z naszej perspektywy „pracowitej” północy Europy, jest ujawnienie i uzewnętrznienie się rzeczywistej sytuacji krajów „ciepłego” południa Europy, a w konsekwencji, zmuszenie tych krajów przez dawców pomocy do podjęcia zdecydowanych działań reformatorskich. Jednak pozytyw ten występuje tylko z naszej perspektywy.

### Wykaz literatury

1. J.Lancaster, Allen Lane: Whoops! Why Everyone Owes Everyone and No One Can Pay, , London 2010
2. L.Ahamed: Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World, Penguin, New York, 2009
4. R.Bitner: Confessions of a Subprime Lender: An Insider's Tale of Greed, Fraud and Ignorance, , New York, 2008
5. <http://www.stat.gov.pl/gus>
6. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>
7. [www.forsal.pl](http://www.forsal.pl)
8. [www.ft.com](http://www.ft.com)

### **Summary**

The paper presents in a general way the first phase (2007-2009) of the global financial crisis. As the main cause of the crisis, motives of big American investment banks were noted, reinforced by changes in legislation and macroeconomic environment. After presenting the definition and rationale of the outbreak of the crisis, its main symptoms in different areas were described - real estate markets, financial markets, a crisis of confidence, as well as its course outside Poland and in Poland. Most important instruments to fight the crisis were also presented, focusing on the first phase of the crisis. In conclusion, a general's views of author on prospects for the development of the crisis in the coming years were outlined.

Key words: global financial crisis, causes and results of global financial crisis

### Informacje o autorze:

**mgr Tomasz Adamowicz**  
Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa  
im. Papieża Jana Pawła II  
w Białej Podlaskiej  
ul. Sidorska 95/97,  
21-500 Biała Podlaska  
htjp@wp.pl