

Karol Muszkiewicz, Marian Muszkiewicz

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

GLOBALNY KRYZYS FINANSOWY 2007-2009 – PRÓBA DIAGNOZY

Streszczenie: W dobie wszechobecnej globalizacji kryzys dotyczący największą gospodarkę światową pociąga za sobą niemalże cały glob. Tym istotniejsza staje się potrzeba zidentyfikowania jego przyczyn. Niniejszy artykuł jest próbą analizy sytuacji i zdarzeń, które doprowadziły do globalnego załamania finansowo-gospodarczego w latach 2007-2009, poczynając od błędnej polityki monetarnej i regulacyjnej Fed oraz rządu Stanów Zjednoczonych, przez krach na rynku nieruchomości tym spowodowany, kończąc na braku odpowiedzialności i zachłanności instytucji finansowych oraz próbie wyjaśnienia mechanizmu globalnego rozprzestrzeniania się kryzysu.

Słowa kluczowe: kryzys ekonomiczny, sekurytyzacja, polityka monetarna Fed, rynek nieruchomości w USA, wschodzące gospodarki rynkowe (EME).

1. Wstęp

Intensyfikacja globalnego kryzysu finansowego, zapoczątkowana bankructwem banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r., stworzyła obecne finansowo-gospodarcze środowisko, stawiając światową gospodarkę, globalny system finansowy oraz banki centralne w trudnym położeniu. Wypadkową obecnego kryzysu mogą być epokowe zmiany w bankach centralnych oraz systemach regulujących finanse. Jest zatem bardzo ważne, aby dokładnie zidentyfikować przyczyny obecnego kryzysu, abyśmy mogli po pierwsze: znajdować środki zapobiegania podobnym kryzysom oraz mechanizmom je powodującym, po drugie: zrozumieć wpływ kryzysu na poszczególne kraje, oraz po trzecie: wreszcie zacząć myśleć nad długoterminowymi konsekwencjami polityki pieniężnej i mechanizmów regulacyjnych.

Bezpośrednia przyczyna obecnych zawirowań na rynkach finansowych jest przypisywana rynkowi kredytów hipotecznych *subprime*. Jednak pierwszym czynnikiem, który przyczynił się do pojawienia się kryzysu hipotecznego w Stanach Zjednoczonych, była polityka niskich stóp procentowych utrzymywana na początku XXI w. przez Federal Reserve (Fed)¹ pod rządami Alana Greenspana.

¹ Bank państwowy z prywatnymi podwykonawcami, nazywany także Rezerwą Federalną lub Fed-em (z ang. Federal Reserve) jest bankiem centralnym Stanów Zjednoczonych. Powstał na mocy

W latach 1995-1999 gospodarka Stanów Zjednoczonych doświadczyła okresu względnie stabilnych stóp procentowych, równie stabilnego wzrostu gospodarczego oraz spadającej inflacji. Jednak dynamiczny wzrost stopy inflacji, jaki rozpoczął się w pierwszej połowie 1999 r., wymusił na Systemie Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych rozpoczęcie procesu zaostrzania polityki pieniężnej. 30 czerwca 1999 r. pierwszą decyzją Fed podniósł stopę *federal fund*² z 4,75 do 5%. Zaostrzenie polityki zakończyło się 16 maja 2000 roku. Stopa *federal fund* wynosiła wtedy 6,5%, a stopa inflacji nie przekroczyła poziomu 3,7%, wykazując zmianę trendu³.

2. Gospodarka Stanów Zjednoczonych w latach 2007-2009

Po pęknięciu bańki dot.com⁴ (bańka internetowa) w Stanach Zjednoczonych pod koniec dekady polityka pieniężna w USA i innych krajach ekonomicznie zaawansowanych została znacznie rozluźniona. Stopy procentowe w USA osiągnęły poziom 1% w czerwcu 2003 r., oscylując wokół niego przez dłuższy czas (do czerwca 2004 r.). Empiryczne oceny amerykańskiej polityki monetarnej wskazują, że rzeczywista polityka w okresie 2002-2006, szczególnie w latach 2002-2004, była znacznie luźniejsza niż wymagałaby tego prosta reguła Taylora⁵. Zatem można przyjąć, że istnieją dowody nieprawidłowości w polityce monetarnej poprzedzającej *boom* mieszkaniowy.

Zbyt luźna polityka pieniężna w okresie „podot.comowego boomu” ożywiła konsumpcję i inwestycje w USA. Jak należało się spodziewać, przy tak niskim oprocentowaniu nominalnym i realnym, również ceny aktywów odnotowały silny

Ustawy o rezerwach federalnych z 1913 roku, <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section7.htm>, Akt Rezerwy Federalnej, Sekcja 7.

² To stopa procentowa, po jakiej banki pożyczają pieniądze innym bankom. Proces ten ma miejsce według reguł ustanowionych przez Rezerwę Federalną (Fed), *Słownik pojęć ekonomicznych*, www.go4x.pl.

³ Szerzej na temat: I. Pszczółka, *Amerykański kryzys hipoteczny*, [w:] *Od wielkiego kryzysu gospodarczego do wielkiego kryzysu finansowego*, red. nauk. J. Kaliński, M. Zalesko, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2009, s. 380-399.

⁴ Okres euforii na giełdach całego świata, który miał miejsce w latach 1995-2001 i był związany ze spółkami z branży informatycznej i z pokrewnych sektorów. Jego cechą charakterystyczną było nadmierne wycenianie przedsiębiorstw, które prowadziły działalność w Internecie bądź zamierzały ją rozpocząć; N. Siemieni, G. Kowerda, *Bańka internetowa – wybrane aspekty*, [w:] *Od wielkiego kryzysu gospodarczego do wielkiego kryzysu finansowego. Perturbacje w gospodarce światowej w latach 1929-2009*, red. nauk. J. Kaliński, M. Zalesko, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2009.

⁵ Działanie w sposób zaplanowany, zgodnie z zasadami i bardzo przewidywalne, pozwalające ograniczyć zmienność wskaźników ekonomicznych w gospodarce amerykańskiej. W literaturze przedmiotu takie podejście do prowadzenia polityki pieniężnej (w przeciwieństwie do jednorazowych działań) nazywane jest „regułą Taylora”. Zob. więcej: J.B. Taylor, *Discretion versus policy rules in practice*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 1993, s. 195-214.

wzrost, szczególnie w budownictwie mieszkaniowym i nieruchomościach, co stanowiło kolejny impuls do konsumpcji i inwestycji. Tak więc zagregowany popyt stale przekraczał produkcję krajową w USA, co odzwierciedlał pogłębiający się deficyt w bilansie obrotów bieżących. Duży popyt wewnętrzny w USA spotkał się z podażą „reszty świata”, zwłaszcza Chin i innych gospodarek Azji Wschodniej, które dostarczały towarów i usług po stosunkowo niskich kosztach, prowadząc jednocześnie do wzrostu nadwyżki budżetowej w tych krajach. Ponadto dostępność relatywnie tańszych towarów i usług pochodzących z Chin i innych EME⁶ przyczyniła się do stabilności cen w USA i innych państwach, która w innych okolicznościach mogłaby się okazać niemożliwa. Inflacja w rozwiniętych gospodarkach pozostawała na niskim poziomie, przyczyniając się do utrzymywania się akomodacyjnej polityki pieniężnej⁷.

Jednak od 2004 r. zaczyna narastać presja inflacyjna. Nie mogła ona pozostać bez odpowiedzi Fed. Pierwsza decyzja o podwyższeniu stóp procentowych zapadła 30 czerwca 2004 roku (+25 pb). Polityka drobnych kroków (zmiany o 25 pb) była kontynuowana, co doprowadziło do wzrostu stopy *federal fund* do poziomu 5,25% w czerwcu 2006 roku. Nastąpiły zmiany w wysokości inflacji, która spadła do poziomu 1,3% w październiku 2006 r., aby ustabilizować się w przeciągu następnych dwunastu miesięcy w przedziale 2-2,8%. Jednak dynamicznie rozwijający się kryzys na rynku nieruchomości, zapowiadający pojawienie się recesji w amerykańskiej gospodarce, wymusił na Fed zmianę nastawienia w polityce pieniężnej. Bardzo dynamiczne zmiany sprowadziły stopę *federal fund* z poziomu 5,25% obowiązującego do 17 września 2007 r. do 0,25% w grudniu 2008 roku. Polityka stóp procentowych

⁶ Wschodzące gospodarki rynkowe (*emerging market economy* – EME) określa się jako gospodarki o niskich średnich dochodach na jednego mieszkańca. Kraje te zawierają około 80% populacji świata i stanowią około 20% światowych gospodarek. Termin został stworzony w 1981 r. przez Antoine W. Van Agtmaela z Międzynarodowej Korporacji Finansowej Banku Światowego. Ponieważ określenie „wschodzącego rynku” jest luźno zdefiniowane, kraje, które należą do tej kategorii, począwszy od bardzo dużych do bardzo małych, są zazwyczaj rozpatrywane ze względu na pojawiające się w nich zmiany i reformy. EME określa się jako gospodarki „przejściowe”, co oznacza, że są w trakcie przejścia z gospodarki zamkniętej do otwartej gospodarki rynkowej przy jednoczesnym budowaniu odpowiedzialności w systemie. Jako rynki wschodzące, kraje te rozpoczynają program reform gospodarczych, które będą prowadzić do silniejszego i bardziej odpowiedzialnego wzrostu gospodarczego, a także przejrzystości i efektywności na rynku kapitałowym. Dlatego, chociaż Chiny są uważane za jedną z potęg gospodarczych świata, zalicza się je do tej samej kategorii wraz z mającą znacznie mniej zasobów Tunezją. Chiny i Tunezja należą do tej kategorii, ponieważ obie rozpoczęły programy rozwoju gospodarczego i reform oraz zaczęły otwierać swoje rynki i „wschodzić” na arenie międzynarodowej. EME są uważane za szybko rozwijające się gospodarki; R. Heikal, *What is an Emerging Market Economy*, www.investopedia.com.

⁷ O tym, jak powinna wyglądać polityka pieniężna Fed prowadzona w tym okresie zgodnie z „regułą Taylora”, zob.: J.B. Taylor, *Housing and Monetary Policy*, Working Paper no 13682, NBER, grudzień 2007, s. 4-5.

prowadzona w Stanach Zjednoczonych w latach 2007-2008 okazała się podobna do tej z lat 2001-2004⁸.

Zalążki kryzysu hipotecznego można było dostrzec już w trakcie poprzedniego boomu na amerykańskim runku nieruchomości. Po recesji w 2001 r. połączenie ograniczonej podaży z potencjalnie nieograniczonym popytem na rynku nieruchomości i najniższych stóp procentowych kredytów hipotecznych od prawie 40 lat wywołało gwałtowny wzrost cen nieruchomości. Efektem tego był dynamiczny wzrost liczby uczestników rynku nieruchomości. Deweloperzy, agenci nieruchomości oraz spekulanci liczący na szybki zysk przystąpili do ataku. Mimo rosnących stóp procentowych dla kredytów hipotecznych, wysoki popyt wciąż powodował wzrost cen domów, głównie z powodu zmian w zakresie praktyk udzielania kredytów⁹.

W roku 1995 znowelizowano ustawę Community Reinvestment Act of 1977 (wymuszającą na bankach zwiększanie akcji kredytowej), pozwalając na sekuryzację portfela kredytów o wysokim ryzyku oraz wykorzystanie rynku obligacji do refinansowania kredytów hipotecznych¹⁰.

Dobra sytuacja gospodarcza ograniczała także ryzyko kredytowe, gdyż spadała wartość kredytów zagrożonych. Powodowało to stopniowe zaostrzanie się konkurencji pomiędzy instytucjami finansowymi i wzrost zainteresowania udzielaniem kredytów klientom o coraz gorszej zdolności kredytowej. Bardzo często kredytodawcy nie sprawdzali ani dochodów, ani aktywów wnioskodawcy. W tym samym czasie kredytobiorcy, którym wcześniej odmówiono kredytu z powodu problemów ze spłatą przeszłych zobowiązań, byli w stanie zabezpieczyć kredyty, ale po wyższych stopach procentowych. Dzięki polityce administracji rządowej Stanów Zjednoczonych wspierającej wzrost akcji kredytowej w segmencie produktów hipotecznych oraz możliwości przenoszenia ryzyka kredytowego na rynek papierów wartościowych, wartość kredytów hipotecznych zaczęła dynamicznie rosnąć. Powstał rynek tzw. kredytów hipotecznych *subprime*¹¹.

⁸ T. Boeri, L. Guiso, *The subprime crisis: Greenspan's legacy*, [w:] *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, eds A. Felton, C. Reinhart, Center for Economic Policy Research, czerwiec 2008, s. 39.

⁹ *The State of National Housing 2009*, Joint Center for Housing Studies of Harvard University, Harvard 2009.

¹⁰ Zob. więcej: W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 57-74.

¹¹ Według Międzynarodowego Funduszu Walutowego, kredyt *subprime* to taki, który jest udzielany kredytobiorcy mającemu:

- złą historię kredytową wynikającą z opóźnień w spłacie bądź niewypłacalności;
 - słaby *scoring* kredytowy bądź wysoki wskaźnik *debt-to-income* (DTI) (dług do zysku) (przekraczający 50%);
 - niepełną historię kredytową lub nie mającemu historii kredytowej.
- Ponadto część ekonomistów zalicza do czynników podwyższonego ryzyka także:
- wysoki wskaźnik *loan-to-value* (kredyt do wartości) (LTV) (przekraczający 80%),
 - denominowanie kredytu w walucie obcej,

W roku 1994 kredyty *subprime* stanowiły 5% wszystkich kredytów hipotecznych, a w 2006 r. osiągały już poziom 20%¹². Rynek kredytów *subprime* był szczególnie skoncentrowany na obszarach charakteryzujących się szybkim rozwojem rynku nieruchomości, np. na Florydzie, w Kalifornii, Nowadzie i Waszyngtonie oraz w regionach o niższych dochodach gospodarstw domowych i wyższym bezrobociu¹³.

Analizując zmiany cen transakcyjnych na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych (wyrażonych indeksem HPI – House Price Index¹⁴) w latach 1993-2008, można wyodrębnić dwa okresy charakteryzujące się odmiennymi trendami: w latach 1993-2005 widoczny jest wzrostowy trend cen, w latach następnych ich postępujący spadek.

Zmiany cen w poszczególnych stanach różniły się, a niektórym z nich udało się nawet oprzeć dynamicznym spadkom, tak jak np. Hawajom, Wyoming, Północnej i Południowej Dakocie, Alasce, Teksasowi. Natomiast w niektórych stanach nastąpiło prawdziwe załamanie się rynku nieruchomości, np. w Kalifornii, Nevadzie czy Florydzie (utrata wartości na poziomie 25-30%). Dynamiczne spadki cen nieruchomości, jakie wystąpiły w Stanach Zjednoczonych w 2008 r., spowodowały, iż nominalna ich zmiana w okresie 5 lat oscyluje wokół zera.

Odwroćenie się trendu dynamiki zmian cen nieruchomości w 2006 r. było pierwszym symptomem pękania bańki spekulacyjnej, jaka wytworzyła się na tym rynku, oraz zwiastunem nadejścia kryzysu kredytowego w gospodarce amerykańskiej. Spadkami cen najbardziej dotknięte zostały rynki, na których najdynamiczniej rozwijał się rynek kredytów *subprime*. Inwestorzy szybko stracili apetyt na kredyty hipoteczne i zbudowane na nich papiery wartościowe, powodując ostry spadek cen tych inwestycji¹⁵.

Po „pomocy” w destabilizacji wzrostu cen nieruchomości rynek kredytowy drastycznie zmienił warunki kredytowania, dążąc do zachowania ścisłego stosunku pomiędzy płatnościami i dochodami oraz dokumentowania każdej informacji zawartej w aplikacji kredytowej. Jednak wraz z narastaniem kryzysu finansowego nawet naj-

– brak weryfikacji dochodu klienta (udzielanie kredytów tylko na podstawie oświadczeń o dochodach).

A. Drewicz-Tułodziecka, *Ocena ewentualnych analogii i skutków kryzysu subprime w USA na polskim rynku kredytów hipotecznych*, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2008, s. 2; *Global Stability Report*, MFW 2007.

¹² Można także wskazać miasta, gdzie wartość kredytów *subprime* przekraczała nawet 30%; były to np. Memphis, Bakersfield, Detroit. Za: Ch. Mayer, K. Pence, *Subprime mortgages: What, where, and to whom?*, Finance and Economics Discussion Series 29, Divisions of Research&Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington 2008, s. 27-28.

¹³ Ch. Mayer, K. Pence, op. cit., s. 18.

¹⁴ Wskaźnik ukazujący zmiany cen transakcyjnych nieruchomości w Stanach Zjednoczonych przygotowany przez Federalną Agencję Finansowania Nieruchomości (Federal Housing Finance Agency) kontrolującą także funkcjonowanie Fannie Mac, Freddie Mac oraz 12 federalnych banków hipotecznych (Federal Home Loan Bank).

¹⁵ I. Pszczółka, op. cit.

bardziej wymagające procedury nie były w stanie zagwarantować spłaty kredytów hipotecznych. W związku z tym rząd federalny postanowił interweniować, przejmując kontrolę nad gigantami hipotecznymi Fannie Mae i Freddie Mac, wykupując ich udziały oraz rozszerzając pożyczki Federal Housing Administration (FHA)¹⁶. Dalszy los kredytów hipotecznych spoczywał teraz w rękach rządu¹⁷.

Problemy pochodzące z rynku mieszkaniowego zmusiły instytucje finansowe do masowych odpisów na swoich portfelach kredytów hipotecznych, rozpoczynając kryzys bankowy. Wśród obaw o siłę banków i poważne spadki zarówno cen mieszkań, jak i inwestycji na nich opartych, wskaźnik zaufania konsumentów spadł poniżej 41%, do najniższego poziomu zanotowanego ostatnio w latach siedemdziesiątych. Gospodarstwa domowe obniżyły swoje wydatki, a szerzej rozumiana gospodarka przeszła w stan poważnej recesji, który pogłębiał się bardzo szybko. Sprzedaż nowych domów spadła o 70%, a domów używanych o 33%. Ich realna wartość spadła o 41%. Cięcia w budownictwie mieszkaniowym i przebudowach zmniejszyły całkowity wzrost gospodarczy o 1% w 2007 r. i niemalże o kolejny punkt procentowy w 2008 roku. Znaczący spadek cen domów pociągnął za sobą dramatyczny spadek zamożności gospodarstw domowych, co dodatkowo zniechęciło konsumentów do wydatków¹⁸.

Miliony Amerykanów weszło w recesję z zadłużeniem oraz z dużymi kosztami utrzymania domów. Liczba gospodarstw domowych płacących więcej niż połowę swoich dochodów na mieszkania skoczyła z 13,8 mln w 2001 r. do 17,9 mln w 2007 roku. Problemy właścicieli domów i coraz większej grupy najemców pogłębiało rosnące bezrobocie. Od grudnia 2007 r. do kwietnia tego roku 5,7 mln osób utraciło pracę, a następne 11 mln Amerykanów albo pracowało w niepełnym wymiarze godzin, albo przestało szukać pracy w ogóle.

Możliwość przeznaczania 30% dochodu na wydatki mieszkaniowe, przy zachowaniu podstawowego standardu życia, jest w znacznym stopniu uzależniona od posiadania pełnego etatu w dobrze płacącej firmie. Minimalna stawka godzinowa nawet przy pełnym wymiarze godzin nie daje wystarczających zarobków. W rzeczywistości żadnego amerykańskiego gospodarstwa domowego zarabiającego równowartość minimalnego wynagrodzenia w pełnym wymiarze godzin (ok. 11 500 USD)¹⁹ nie stać na dwupokojowe, skromne mieszkanie przy rządowej cenie uczeni-

¹⁶ Organizacja rządowa utworzona w 1934 r. na mocy Federal Housing Act. Celami organizacji są: polepszenie warunków mieszkaniowych, wprowadzenie odpowiedniego systemu finansowania domów przez ubezpieczanie kredytów hipotecznych, stabilizacja rynku hipotecznego; Homes and Communities. "The Federal Housing Administration" U.S. Department of Housing and Urban Development. <http://www.hud.gov/offices/hsg/fhahistory.cfm>.

¹⁷ P. Wiśniewski, *Globalny kryzys finansowy – wnioski dla Polski*, Biuro Analiz Sejmowych, Warszawa 2009.

¹⁸ *Subprime mortgage market, national and twelfth district development*, Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco 2009.

¹⁹ Minimalna stawka godzinowa wynosi 6,55 USD za godzinę. Pełny etat traktowany jest jako praca przez 35 godzin w tygodniu, 50 tygodni w roku.

wego wynajmu. Co gorsza, szokująco wiele (8,1 mln) gospodarstw domowych (uzyskujących jakikolwiek dochód z pracy) nie osiągało minimalnej stawki w ujęciu rocznym w 2007 r., a 4,1 mln nie uzyskało nawet połowy tej stawki²⁰.

Niższe zarobki lub opieranie się wyłącznie na dochodzie płynącym z emerytury świadczonej przez opiekę społeczną oznaczały, że gospodarstwa prawdopodobnie będą zmuszone do przeznaczania 50% swoich dochodów na wydatki mieszkaniowe. Do tego wiele gospodarstw zadłużonych w trakcie boomu właśnie teraz będzie musiała stawić czoło spłacie zobowiązań.

Chociaż udział nisko zarabiających najemców, wydających więcej niż jedną piątą swoich dochodów na spłatę długów, spadł z 15,2% w 2001 r. do 13,9% w 2007 r., średnia kwota należności wzrosła o 34,7% w ujęciu realnym. W tym samym czasie udział nisko zarabiających właścicieli wydających ponad 40% swoich dochodów na spłatę długów spadł z 26,1 do 22,7%, a średnia kwota długu wzrosła o 62,8%.

Z ostatnich szacunków Fed wynika, że z bilionów dolarów wypłaconych w latach 2001-2007 na zakup nieruchomości właściciele użyli 874 mld w celu spłacenia długu niehipotecznego, w efekcie wpłacając zadłużenia konsumenckie do swoich kredytów mieszkaniowych. W odróżnieniu od kredytów konsumenckich, długu hipotecznego nie można umorzyć z powodu osobistej upadłości. Jest to istotna kwestia, zważywszy, że liczba osobistych bankructw wzrosła prawie dwukrotnie: z 600 000 w 2006 r. do 1,1 mln w 2008 roku. W sumie około 3,2 mln właścicieli domów została dotknięta przez przejścia w 2007 i 2008 roku²¹.

Rząd Federalny podjął nadzwyczajne kroki w celu ustabilizowania sytuacji na rynku mieszkaniowym i pchnięcia gospodarki na właściwe tory. Początkowe wysiłki w 2007 r. koncentrowały się na zachęcaniu zarówno kredytodawców, doradców, jak i kredytobiorców do dobrowolnego rozwiązania sprawy niespłacanych kredytów hipotecznych. Pomagając milionom właścicieli domów znajdujących się w trudnej sytuacji, działania te nie powstrzymały wzrostu zaległości kredytowych i przejść. W konsekwencji administracja Baracka Obamy rozpoczęła znacznie bardziej ambitny plan pomocy skierowany do 3-4 mln obywateli, polegający na zmniejszeniu płatności hipotecznych do 31% dochodów właścicieli. W międzyczasie ceny mieszkań spadły tak dramatycznie, że w długim okresie podaż i popyt zbliżyły się do równowagi, przy równocześnie bardzo niskim popycie.

Ogromny szok na rynkach mieszkaniowych zakwestionował przyszłą siłę popytu. Mimo tendencji demograficznych zapewniających solidną podstawę długoterminowego wzrostu popytu, warunki na rynku kształtujące się w ciągu najbliższych 5-10 lat na pewno będą miały swój wpływ. Co więcej, warunki te mogą nawet doprowadzić do trwałej zmiany w tworzeniu nowych gospodarstw domowych²².

²⁰ *World Economic Outlook: Housing and the Business Cycle*, IMF, Washington 2008.

²¹ *The State of national...*

²² *World Economic Outlook: Housing and...*; G.B. Gorton, *The Panic in the Mortgage*, Yale School of Management, National Bureau of Economic Research, New Haven 2008.

Pomimo wszelkich użytych środków możliwości nabywcze potencjalnych klientów się nie poprawiły. Warunki na rynku mieszkaniowym uległy dalszemu pogorszeniu w 2008 roku. Liczba rozpoczętych budów spadła o ponad 30% w stosunku do roku poprzedniego i ponad 50% do 2005 roku. Podaż mieszkań spadała trzeci rok z kolei (do 81 900 sztuk), osiągając poziom najniższy od momentu rozpoczęcia notowań w 1959 roku. Odnotowana sprzedaż nowych domów również wykazała rekordowy spadek o ponad 60% w stosunku do poziomu 2005 roku. Rzeczywista wielkość była jeszcze mniejsza, gdyż nie uwzględniała anulowanych transakcji nie zawartych w raporcie sprzedażowym na koniec okresu.

W roku 2003 inwestorzy wszelkiego rodzaju, banki komercyjne, banki inwestycyjne, fundusze hedgingowe, firmy ubezpieczeniowe i inni prywatni inwestorzy zorientowali się, jak korzystać z dźwigni finansowej przez tanie pożyczanie pieniędzy na zakup MBS²³. Stosowanie dźwigni finansowej polega na powiększaniu udziału długu w całym kapitale firmy w celu zwiększenia poziomu dochodowości (stopy zwrotu) z kapitału własnego. Wykorzystanie kapitałów obcych pozwala na zwiększenie przychodów ze sprzedaży w stosunku do tych, które możliwe są do osiągnięcia przy finansowaniu działalności jedynie środkami własnymi. Do momentu, kiedy koszt kapitałów obcych jest niższy od rentowności majątku, firma osiąga dodatkowe korzyści, wyrażające się wzrostem rentowności kapitałów własnych. Inaczej mówiąc, wzrost rentowności kapitału własnego ponad rentowność kapitału ogółem, dzięki zaangażowaniu kapitału obcego, jest nazywany efektem działania dźwigni finansowej²⁴.

Schemat sekuryzacji wydaje się prosty. Inicjator procesu sekuryzacji – bank – wyodrębnia ze swojego majątku pewną pulę aktywów (pulę wierzytelności), którą sprzedaje specjalnie utworzonemu podmiotowi: spółce specjalnego przeznaczenia (SPV – Special Purpose Vehicle). SPV z kolei pozyskuje z rynku środki na refinansowanie wierzytelności poprzez emisję i sprzedaż papierów wartościowych zabezpieczonych przyszłymi wpływami gotówkowymi z aktywów lub samymi aktywami. Aktywa oraz dochody z nich uzyskiwane są oddzielone pod względem prawnym i ekonomicznym od ryzyka związanego z działalnością banku poprzez przeniesienie praw własności na SPV. Przeniesione aktywa stanowią zabezpieczenie emisji papierów wartościowych, które mają charakter dokumentów na okaziciela, potwierdzających prawo nabywcy do tych aktywów. Środki z emisji SPV przekazuje inicjatorowi jako zapłatę za otrzymane aktywa, dzięki czemu w miejsce nie płynnych aktywów bank pozyskuje środki pieniężne. Sekuryzacja jest procesem wielostronnym i wymaga zaangażowania wielu podmiotów. Oprócz inicjatora i SPV biorą w niej udział: administrator zarządzający wierzytelnościami (serwisier transakcji), agencja ratingowa

²³ Jest to papier wartościowy, którego wartość i płatności dochodów są zależne od konkretnej grupy aktywów, którymi są jednocześnie zabezpieczane, w tym wypadku kredyty hipoteczne lub nieruchomości; D.J. Lucas, L.S. Goodman, F.J. Fabozzi, *Collateralized Debt Obligations: Structures and Analysis*, 2nd ed. Hoboken, Wiley, New York 2006.

²⁴ M. Wypych, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Absolwent, Łódź 2000.

gowa, inwestorzy, gwarant emisji, podmiot organizujący i czuwający nad całością transakcji. Dodatkowo w cały proces zaangażowani są liczni doradcy, np. kancelarie prawne czy instytucje finansowe typu inwestycyjnego lub opiniodawczego²⁵.

Inwestorzy, którzy rzeczywiście dysponowali kapitałem, jak fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, rządy i banki, poszukiwały na całym świecie bezpiecznych inwestycji, z ponad 1-2% stopą zwrotu uzyskiwaną na obligacjach rządowych. Dla inwestorów korzystających z dźwigni oraz inwestorów próbujących znaleźć wysoki, ale bezpieczny zysk, rynek amerykańskich kredytów hipotecznych oraz instrumentów na nim opartych wydawał się dobrym rozwiązaniem. Aktywami zabezpieczającymi zostały domy i MBS, zawierające kredyty hipoteczne z całego kraju, co dawało wrażenie geograficznej dywersyfikacji. Ceny mieszkań stale rosły. Wreszcie MBS zostały ocenione i możliwe było zabezpieczanie ich obligacjami typu AAA. To wszystko sprawiło że amerykański rynek hipoteczny wydawał się mało ryzykowny, a jednocześnie wysoce opłacalny²⁶.

W roku 2001 największy udział w rynku przypada na hipoteki „konwencjonalne” (*conventional*) i „zgodne” (*conforming*), najbardziej tradycyjny rodzaj kredytów hipotecznych. Są to kredyty dla osób wpłacających 20% wkładu własnego oraz dla których wartość kredytu nie przekracza pewnej granicy, dla której konieczna byłaby dopłata dodatkowych odsetek w celu zabezpieczenia ryzyka związanego z wysokością kwoty kredytu. Granice te stale rosły wraz ze wzrostem cen kredytów. Możemy zaobserwować że do 2003 r. struktura udziałów poszczególnych kredytów nie ulegała poważniejszym zmianom.

Prawdziwym problemem, który ostatecznie spowodował światowy kryzys finansowy, było to, że podaż tradycyjnych kredytów hipotecznych osiągnęła szczyt w 2003 r., po czym gwałtownie spadła. W roku 2003 udzielono zwykłych kredytów hipotecznych i *subprime* łącznie na około 2,6 bln USD, natomiast w 2004 r. odnotowano spadek tej wielkości o niemal 50%, do 1,35 bln USD. Tak więc, podczas gdy inwestorzy, którzy mieli pieniądze na zakup MBS, szukali produktu, instytucje zajmujące się wypuszczaniem na rynek MBS nie miały im czego sprzedać. Oznaczało to, że istniał ogromny bodziec do zwiększenia liczby kredytów hipotecznych. Sytuacja ta pchnęła kredytodawców do poszukiwania nowych rynków, aby „nakarmić” mechanizm sekurytyzacji²⁷.

Od roku 2003 zaczynamy dostrzegać szybki wzrost udziałów kredytów niekonwencjonalnych. We wszystkich tych obszarach banki rozpoczęły poszukiwanie nowych klientów.

²⁵ G. Stech, *Sekurytyzacja – szanse dla polskich finansów*, www.cfo.cxo.pl; por. Ł. Reksa, *Sekurytyzacja wiarytelności na rynkach międzynarodowych*, „Bank i Kredyt” 2004 (luty); P. Cybut, P. Karnkowski, P. Majka, A. Wysokiński, *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, Zeszyt BRE Bank – CASE nr 82, CASE, Warszawa 2006.

²⁶ A. Ashcroft, T. Schuermann, *Understanding the securitization of sub-prime mortgage credit*, Federal Reserve, unpublished paper, New York 2008.

²⁷ W. Cohan, *House of Cards*, Doubleday, New York 2009.

W roku 2004 po raz pierwszy kredyty niekonwencjonalne przewyższyły udziałami kredyty konwencjonalne. W szczytowej fazie „hipotecznego szaleństwa” kredyty niekonwencjonalne stanowiły aż 70% wszystkich kredytów. Tak duże zmiany charakteru rynku kredytów hipotecznych zostały zauważone przez ustawodawców i Kongres, lecz zostały zignorowane przez Fed. Główną rolę, jaką odegrał Fed, była odmowa interwencji na tych rynkach. Rezerwa Federalna była zdominowana przez ludzi, którzy wierzyli, że pomimo tej niebezpiecznej zmiany podmioty działające na rynku nie będą podejmować zbyt wielkiego ryzyka. Alan Greenspan zeznał przed Kongresem, iż powodem, dla którego Fed wstrzymał się od działań, było przekonanie, że banki nie udzieliłyby tych kredytów, jeżeli uznałyby je za zbyt ryzykowne, przyznając jednocześnie, że pomylił się w tej kwestii²⁸.

Łatwy dostęp do kredytów od 2001 r. dla wszystkich rodzajów inwestorów oznaczał, że pieniądze można było uzyskać, pożyczając po niskiej stopie procentowej, po czym inwestować w MBS obciążone (teoretycznie) niskim ryzykiem, a dające większy zysk niż stopa, po jakiej pożyczano się pieniądze. Proces ten był podstawą strategii wielu banków oraz instytucji finansowych. Inwestorzy na całym świecie nie korzystający z taniego amerykańskiego kapitału również poszukiwali zysku wyższego niż z obligacji skarbowych, nie obciążonego jednocześnie zbyt dużym ryzykiem. Oni również uznali amerykański rynek hipoteczny za korzystną inwestycję²⁹.

W latach dziewięćdziesiątych i pierwszej połowie 2000 r. rynek konwencjonalnych MBS był zdominowany przez GSE³⁰. Jednakże z początkiem 2001 r. udział rynku MBS kontrolowanego przez banki komercyjne znacznie wzrósł. W szczytowym okresie banki emitowały MBS o wartości niemalże 1 bln USD rocznie³¹.

Istnieją dwie główne przyczyny osłabienia pozycji banków oraz GSE w 2007 roku. Po pierwsze, liczba przejęć nieruchomości na obligacjach MBS z rynku *subprime* okazała się wyższa niż przewidywano. To z kolei spowodowało obniżenie wartości tego typu obligacji przez agencje ratingowe. Ponieważ ich wartość spadła, banki będące emitentami obligacji musiały albo spłacić zobowiązania z nich wynikające, albo dodatkowo je zabezpieczyć, aby utrzymać je na rynku. Było to spowodowane tym, że większość kredytów zobowiązywała banki do wyrównywania kapitału inwestycyjnego w razie spadku cen obligacji. Większość banków finansowała swoją działalność, nadmiernie polegając na kapitale obcym (korzystały z dźwigni finansowej) i uznała za niemożliwe znalezienie wystarczającej ilości kapitału na pokrycie

²⁸ N. Fligstein, A. Goldstein, *The Anatomy of the Mortgage Securitization Crisis*, Department of Sociology, University of California, Berkeley 2009.

²⁹ Ibidem.

³⁰ Stworzone przez Kongres i sponsorowane przez rząd USA przedsiębiorstwa (Government Sponsored Enterprises – GSE) stanowią grupę usługodawców finansowych, których zadaniem jest zwiększenie przepływu kredytów do wybranych sektorów gospodarki oraz poprawa efektywności i przejrzystości owego rynku kapitałowego. Zamiarem GSE było głównie poprawienie dostępności kredytów oraz redukcja ich kosztów w sektorach: agrokultury, finansów domowych oraz edukacji.

³¹ N. Fligstein, A. Goldstein, op. cit.

kredytów. W połowie 2007 r. było jasne, że kredyty *subprime* obniżają ceny obligacji, wpędzając banki w coraz większe kłopoty. Wiosną 2008 r. banki, jak np. Bear Stearns, zaczęły upadać³².

Siedmiu z dziesięciu największych kredytodawców *subprime* w 2005 r. zakończyło działalność lub zostało wchłonięte przez większe firmy. Osiem z dziesięciu największych firm związanych z emisją i obrotem *subprime* MBS w 2005 r. spotkał podobny los. Załamanie rynku *subprime* spowodowało bankructwo niemalże wszystkich firm, które się na nim opierały. Duże banki inwestycyjne działające na rynku *subprime* MBS już nie istnieją, z wyjątkiem Morgan Stanley i Goldman Sachs. Citibank, Bank of America i JP Morgan Chase przemieniły się w duże konglomeraty finansowe, wykupując upadłe przedsiębiorstwa *subprime*, podczas gdy Goldman Sachs i Morgan Stanley przeorganizowały się na banki komercyjne³³.

Można się spodziewać wielu fuzji bankowych i jest prawdopodobne, że kilka dużych konglomeratów finansowych zakończy dominację w amerykańskim sektorze bankowym. Kompletny upadek banków inwestycyjnych pokazuje, jak nieodpowiedzialna była sekurytyzacja kredytów *subprime*. Uratowało gospodarce przejście GSE przez rząd i wsparcie reszty sektora bankowego. FED obecnie stał się największym nabywcą MBS.

Wielu ekonomistów tłumaczy kryzys utrzymywaniem się dużych globalnych dysproporcji, które z kolei były wynikiem długich okresów zbyt luźnej polityki monetarnej w największych światowych gospodarkach w pierwszej połowie obecnej dekady. Globalną nierównowagę tłumaczą oni znacznym wzrostem deficytu obrotów bieżących³⁴ Stanów Zjednoczonych przy jednoczesnych znacznych nadwyżkach w Azji, szczególnie w Chinach, oraz krajach Bliskiego Wschodu eksportujących ropę naftową, a także w Rosji. Pogłębia ją stosunkowo mała elastyczność walutowa w Chinach oraz niektórych innych krajach EME. Oszczędnościowo-inwestycyjne nierównowagi i związane z tym ogromne transgraniczne przepływy finansowe kładły się cieniem na proces pośrednictwa finansowego. Globalna nierównowaga współgrała z niedoskonałościami rynków finansowych oraz instrumentami tworzącymi specyficzne cechy kryzysu³⁵.

³² S. Quinn, *Securitization and the State*, Paper presented at the Annual Meetings of the American Sociological Association, Boston 2008; *Securatisation Data Report*, European Securitisation Forum 2009.

³³ <http://finance.yahoo.com/>.

³⁴ Zestawienie wszystkich transakcji międzynarodowych danego kraju, poza przepływami kapitału oraz saldem błędów i opuszczeń. Obok bilansu obrotów kapitałowych i wyrównawczych stanowi część bilansu płatniczego. Obejmuje transakcje handlowe, dochody i wydatki z tytułu inwestycji zagranicznych, transakcje związane ze sprzętem wojskowym, wpływy z usług transportowych i turystyki, a także związane z nimi wydatki oraz dary; A. Budnikowski, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006.

³⁵ R. Portes, *Global imbalances*, [w:] *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*, eds M. Dewatripont, X. Freixas, R. Portes, Centre for Economic Policy Research, London 2009.

Pojawienie się dysfunkcyjnej globalnej nierównowagi możemy zauważyć w 2000 r., a nasiliła się ona po 2004 roku. Nadwyżki wschodnioazjatyckich eksporterów, przede wszystkim z Chin, znacznie wzrosły od 2004 r., podobnie jak te wypracowane przez eksporterów ropy naftowej.

Powyższe wyjaśnienia przyczyn nierównowagi nie są powszechnie przyjmowane. Znany ekonomista J. Taylor twierdzi, że gwałtowny wzrost cen paliw i innych surowców na początku 2008 r. był w rzeczywistości związany z polityką bardzo ostrych cięć stóp procentowych pod koniec 2007 r. w reakcji na kryzys *subprime*. Podkreśla on jednocześnie, iż dostępność tanich towarów i usług konsumpcyjnych z krajów EME miała charakter światowy. Można zauważyć, że strefa euro jako całość nie wykazuje dużego deficytu bilansu obrotów bieżących w obecnej dekadzie, co więcej, wykazuje nadwyżkę z wyjątkiem drobnego deficytu w 2008 roku. Tak więc trudno twierdzić, że deficyt na rachunku obrotów bieżących USA jest spowodowany przez politykę kursową Chin. Istnienie nadwyżki popytu przez dłuższy czas w USA było wynikiem ich własnej polityki makroekonomicznej i monetarnej, a mogło trwać nadal nawet przy bardziej elastycznej polityce walutowej w Chinach. W przypadku bardziej elastycznej polityki walutowej Chin źródłami importu do USA stałyby się inne kraje³⁶.

Oprócz tworzenia dużej nierównowagi globalnej, akomodacyjna polityka pieniężna i istnienie bardzo niskich stóp procentowych w dłuższym okresie zachęcały do podejmowania wyższego ryzyka w poszukiwaniu wyższej stopy zwrotu. Instytucje finansowe, chcąc osiągnąć wyższy zysk, rozszerzały swoją działalność kredytową na gospodarstwa domowe i podmioty gospodarcze o słabych zdolnościach kredytowych, rozluźniając standardy kredytowania. Nawet pomimo rosnących dysproporcji finansowych stabilność makroekonomiczna została utrzymana. Stosunkowo stabilny wzrost i niska inflacja panujące w głównych światowych gospodarkach od lat dziewięćdziesiątych otrzymały miano „wielkiej stabilizacji” (Great Moderation). Stabilne środowisko makroekonomiczne przyczyniło się do zaniżenia roli ryzyka. Innowacje finansowe, arbitraż regulacyjny, nadużycia kredytowe, nadmierne wykorzystywanie i rozpowszechnianie modelu sekuryzacji kredytów *subprime* i tworzenie na ich podstawie hipotecznych listów zastawnych (*mortgage-backed securities* – MBS) o ratingu AAA, wszystko to przyczyniło się do nadmiernego stosowania dźwigni finansowej w podmiotach rynkowych, a w późniejszym okresie do upadku wielu z nich³⁷.

Zbyt częste korzystanie z dźwigni finansowej przez banki i instytucje finansowe (pomiędzy sobą), brak przejrzystości transakcji towarzyszących temu zjawisku, piętrzące się straty i malejące wartości zysków netto największych banków i instytucji finansowych doprowadziły do załamania się zaufania pomiędzy bankami USA. Bio-

³⁶ J. Taylor, *The Financial Crisis and the Policy Responses: An empirical analysis of what went wrong*, Working Paper 14631, National Bureau of Economic Research, New York 2009.

³⁷ Ibidem.

rać pod uwagę globalne powiązania świata finansów, banki i instytucje finansowe w innych dużych gospodarkach zaawansowanych, zwłaszcza w Europie, również nabrały awersji do ryzyka spowodowanej stratami i odpisami kapitałowymi. Międzybankowy rynek pieniężny niemal zamarł, co znalazło odzwierciedlenie w bardzo dużych spreadach na pozostałych rynkach pieniężnych. Rozpoczęło się usilne poszukiwanie bezpieczeństwa, odzwierciedlone przez bardzo niskie stopy procentowe obligacji skarbowych i prywatnych obciążonych niskim ryzykiem³⁸.

Kryzys na globalnych rynkach finansowych, niechęć do ryzyka, straty banków i instytucji finansowych, podwyższony poziom cen surowców (do trzeciego kwartału 2008 r.), a następnie ich znaczny spadek i ostre korekty zakresu cen aktywów, razem wzięte, nagle doprowadziły do gwałtownego spowolnienia tempa wzrostu w największych gospodarkach zaawansowanych. Prognozę światowego wzrostu gospodarczego na 2009 r. (w kwietniu 2008 r. wynosiła ona 3,8%) skorygowano do wartości bliskiej zeru (MFW 2009) lub ujemnej (sekretarz generalny OECD). Większość rozwiniętych gospodarek znalazła się w recesji i EME, które w pierwszej części 2008 r. były powszechnie postrzegane jako niezależne od głównych gospodarek zaawansowanych, zostały również objęte światowym spowolnieniem.

Napływ kapitału prywatnego (netto) do EME spadł ze szczytu 617 mld USD w 2007 r. do 109 mld USD w 2008 r., a na 2009 r. przewidywano odpływ netto 190 mld USD. Osłabienie popytu zewnętrznego i brak zewnętrznych źródeł finansowania znacznie obniżyły prognozy wzrostu dla regionu EME³⁹.

Polityka pieniężna w głównych gospodarkach nie tylko wpływa na ich rynki krajowe, ale również wywiera ogromny wpływ na resztę świata, poprzez zmiany w premii za ryzyko oraz poszukiwanie stóp zwrotu, prowadząc do znacznych zmian w przepływach finansowych. Od początku tego dziesięciolecia polityka pieniężna w USA, dyktowana przymusami wewnętrznymi (utrzymanie zatrudnienia i stabilności cen), rzutowała na przepływy kapitału, wahania kursów walut, a bardziej ogólnie na spektrum aktywów i cen surowców. Polityka pieniężna gospodarek zaawansowanych ma zasadniczy wpływ na rozwój regionu EME⁴⁰.

Przepływy kapitału prywatnego do EME gwałtownie wzrastały od 1980 roku. Czynniki, które doprowadziły do zwiększenia przepływów kapitałowych, spowodowały silny wzrost gospodarczy EME w ciągu ostatniej dekady, spadek inflacji, stabilność makroekonomiczną, otwarcie na wymianę międzynarodową oraz szerokie perspektywy rozwoju. Głównym czynnikiem regulującym przepływ kapitału jest stanowisko polityki monetarnej w gospodarkach rozwiniętych. Okresy luźnej polityki pieniężnej i poszukiwanie zysków przez rozwinięte gospodarki sprzyjają dużym

³⁸ A. Haldane, *Why Banks Failed The Stress Test?*, Bank of England, London 2009; D. Gale, T. Yorulmazer, *Rollover Risk and Market Freezes*, Working Paper, New York University Stern School of Business, New York 2008.

³⁹ International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database [w:] Group of Twenty: Note by the Staff of International Monetary Fund*, kwiecień 2009.

⁴⁰ M. Richardson, *Causes of the Financial Crisis. Critical Review*, New York 2009.

napływowi kapitału do EME i odwrotnie: zaostrzenie polityki pieniężnej napływy te zmniejsza. Silne wahania w polityce monetarnej w rozwiniętych gospodarkach prowadzą do cykli i zmienności przepływów kapitału z i do EME. Innowacje w zakresie technologii również przyczyniają się do dwustronnego przepływu kapitału. Ogólnie rzecz biorąc, w odpowiedzi na te czynniki, przepływy kapitału do EME od początku 1980 r. wzrosły, lecz cechowała je duża zmienność⁴¹.

W drugiej połowie lat osiemdziesiątych przepływ był niewielki, ale w latach 1990-1996 osiągnął on średni poziom 124 mld USD rocznie. Efektem azjatyckiego kryzysu finansowego był spadek przepływu kapitału do średniej rocznej wartości 86 mld USD w latach 1997-2002. Wraz z niskimi stopami procentowymi w Stanach Zjednoczonych (2002 – 1%) i głównych gospodarkach zaawansowanych i jednocześnie poszukiwaniem wyższych stóp zwrotu, średnia roczna liczba takich przepływów wzrosła ponaddwukrotnie, do poziomu 285 mld USD w latach 2003-2007, osiągając szczyt 617 mld USD w 2007 roku. W omawianym okresie przepływ bezpośrednich inwestycji, wśród głównych składników przepływów, na ogół stale wzrastał, natomiast przepływy portfelowe, ale też inne przepływy prywatne (kredyty bankowe itp.), wykazywały znaczną zmienność. Duże przepływy kapitału prywatnego miały miejsce, gdy główne kraje EME obserwowały nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, prowadzące do znacznego nagromadzenia rezerw walutowych w wielu tych gospodarkach⁴².

Odzwierciedleniem akomodacyjnej polityki pieniężnej w rozwiniętych gospodarkach było zwiększenie bazy monetarnej w okresie 2001-2002, na krótko przed rozpoczęciem obecnego epizodu silnego napływu kapitału do EME. Gdy akomodacyjna polityka pieniężna była stopniowo wycofywana, mogliśmy zauważyć korekty baz monetarnych w 2004 roku. Podobnie jak w poprzednim okresie (1993-1996) duży napływ kapitału był poprzedzony znacznym wzrostem ilości pieniądza w obiegu, a następnie gwałtownym jej spadkiem. Należy podkreślić związek między cyklami polityki pieniężnej w rozwiniętych gospodarkach z jednej strony i trafnością wyceny ryzyka oraz zmienności przepływów kapitału z drugiej. Obecnie polityka monetarna w rozwiniętych gospodarkach po raz kolejny uległa gwałtownemu rozluźnieniu. Baza monetarna w Stanach Zjednoczonych zwiększyła się ponaddwukrotnie. Biorąc pod uwagę tak silną ekspansję monetarną oraz doświadczenia z przeszłości, duży napływ kapitału do EME może wystąpić w najbliższej przyszłości⁴³.

⁴¹ Committee on the Global Financial System, Report of the Working Group on Capital Flows to Emerging Market Economies (przewodniczący: Rakesh Mohan), Bank for International Settlements, Basilea 2009.

⁴² B. Naohiko, R.N. McCauley, S. Ramaswamy, *US dollar money market funds and non-US banks*, Bank for International Settlements (BIS), March 2009; *International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability*, Columbia Business School, National Bureau of Economic Research, New York 2009.

⁴³ R.J. Caballero, A. Krishnamurthy, *Global Imbalances and Financial Fragility*, American Economic Review Papers and Proceedings 2009.

W szybko rozwijających się gospodarkach wysoki wzrost realnego PKB wymaga jednoczesnego wzrostu agregatów monetarnych, które również wymagają rozbudowy bazy monetarnej. W tym zakresie przyrost rezerw dewizowych jest pomocny w rozszerzaniu bazy monetarnej. Jednak przepływ kapitału netto i zwiększenie rezerw walutowych narzucają bardziej aktywne zarządzanie monetarne i makroekonomiczne. Tak duży napływ kapitału, znacznie przekraczający potrzeby finansowe, może prowadzić do wysokiego wzrostu liczby i wartości kredytów krajowych i walutowych, boomu na rynku papierów wartościowych oraz wzrostu cen innych aktywów i ogólnego popytu krajowego prowadzącego do niestabilności makroekonomicznej i finansowej. Nagłe odwrócenie przepływu kapitału również przysparza znacznych trudności w zarządzaniu monetarnym i makroekonomicznym⁴⁴.

Choć w zasadzie liberalizacja obrotów kapitałowych zakłada korzyści dla gospodarki i przyrost tempa wzrostu, to teoria ta nie jest potwierdzona empirycznie. Jest uderzająco mało przekonującej dokumentacji bezpośrednio potwierdzającej pozytywne skutki finansowego otwarcia na poziomie dobrobytu gospodarczego lub stopy wzrostu w krajach rozwijających się. Jest również mało dowodów, że finansowe otwarcie rodzi dobrobyt pośrednio poprzez wspieranie reform instytucji ekonomicznych i polityki. Jednocześnie otwarcie wydaje się podnosić częstotliwość występowania i dotkliwość kryzysów gospodarczych. Podczas gdy liberalizacja przepływu aktywów wydaje się zwiększać potencjał wzrostu, liberalizacja przepływu długu jest niejednoznaczna dla korzyści EME.

Odwrócenie przepływów kapitałowych z EME wymaga bolesnych korekt bankowych, a także powoduje załamanie cen akcji. Powoduje także skurczenie bilansu banku centralnego, które może być trudne do zrekomensowania przyrostem aktywów krajowych, przynajmniej tak szybko, jak wyczerpują się rezerwy. Zjawiska te mogą doprowadzić do kryzysu bankowego i walutowego, silnego spadku produkcji i zatrudnienia oraz olbrzymich kosztów fiskalnych. Tak więc, zarówno zbytne zwiększenie, jak i zmniejszenie napływu kapitału, bez aktywnej kontroli i zarządzania, może prowadzić do braku stabilności makroekonomicznej i finansowej⁴⁵.

3. Podsumowanie

Podsumowując, podwaliny pod obecny kryzys ekonomiczny i gospodarczy dała nadmiernie akomodacyjna polityka pieniężna w dłuższym okresie w głównych gospodarkach zaawansowanych po krachu dot.com. Zbyt niskie stopy procentowe, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, które w latach 2002-2004 zwiększyły konsumpcję i ceny aktywów, oraz podniesienie zagregowanego popytu powyżej możliwości pro-

⁴⁴ M. Obstfeld, *International Finance and Growth in Developing Countries: What have we learned?*, Working Paper 14691, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2009.

⁴⁵ R. Portes, op. cit.; Chang R., Velasco A., *A model of financial crises in emerging markets*, "Quarterly Journal of Economics" 2001.

dukcyjnych, doprowadziły do rosnącej globalnej nierównowagi. Zbyt niskie stopy krótkoterminowe zachęciły do szukania zysku, zarówno w skali kraju, jak i globalnie, a wspierane dodatkowo przez inżynierię finansową, przyczyniły się do procesu sekurytyzacji, rozluźnienia regulacji i nadzoru finansowego. Globalne poszukiwanie zysku znalazło odbicie w rekordowo wysokiej wielkości przepływów kapitałowych do EME, a ponieważ przepływy takie były znacznie powyżej ich potrzeb w zakresie finansowania, nadwyżka wracała do rozwiniętych gospodarek, prowadząc do obniżania długoterminowych stóp procentowych. Nastąpiło niedowartościowanie ryzyka, a panujący porządek ekonomiczny został uznany za trwały. Efektem tych zmian było nadmierne zadłużenie gospodarstw domowych, *boom* kredytowy, gwałtowne podwyżki cen aktywów i nadmierne pobudzenie w głównych gospodarkach zaawansowanych, jak również w gospodarkach wschodzących. Zagregowany popyt zaczął się w końcu odciskać na cenach ropy naftowej i innych surowców i wreszcie w ogólnej inflacji. W następstwie zaostrzenie polityki monetarnej doprowadziło do korekty cen mieszkań, wzmożło niespłacanie kredytów *subprime*, a co za tym idzie, spowodowało duże straty banków i instytucji finansowych, gwałtowny wzrost awersji do ryzyka, całkowity brak zaufania między uczestnikami rynku, istotną redukcję stosowania dźwigni finansowej oraz znaczny odpływ kapitału z krajów EME. Wydarzenia finansowe z lat 2002-2006 doprowadziły do wyniszczających skutków oraz najgłębszej powojennej recesji.

Literatura

- Ashcroft A., Schuermann T., *Understanding the securitization of sub-prime mortgage credit*, Federal Reserve. Unpublished Paper, New York 2008.
- Boeri T., Guiso L., *The subprime crisis: Greenspan's legacy*, [w:] *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, eds A. Felton, C. Reinhart, Center for Economic Policy Research, czerwiec 2008.
- Budnikowski A., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006.
- Caballero R.J., Krishnamurthy A., *Global Imbalances and Financial Fragility*, American Economic Review Papers and Proceedings 2009.
- Chang R., Velasco A., *A model of financial crises in emerging markets*, "Quarterly Journal of Economics" 2001.
- Cohan W., *House of Cards*, Doubleday, New York 2009.
- Committee on the Global Financial System, Report of the Working Group on Capital Flows to Emerging Market Economies (przewodniczący: Rakesh Mohan), Bank for International Settlements, Bazylea 2009.
- Cybut P., Karnkowski P., Majka P., Wysokiński A., *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, Zeszyt BRE Bank – CASE nr 82, CASE, Warszawa 2006.
- Drewicz-Tułodziecka A., *Ocena ewentualnych analogii i skutków kryzysu subprime w USA na polskim rynku kredytów hipotecznych*, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2008.
- Fligstein N., Goldstein A., *The Anatomy of the Mortgage Securitization Crisis*, Department of Sociology, University of California, Berkeley 2009.
- Gale D., Yorulmazer T., *Rollover Risk and Market Freezes*, Working Paper, New York University Stern School of Business, New York 2008.

- Gorton G.B., *The Panic in the Mortgage*, Yale School of Management; National Bureau of Economic Research, New Haven 2008.
- Haldane A., *Why Banks Failed the Stress Test?*, Bank of England, London 2009.
- International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability*, Columbia Business School, National Bureau of Economic Research, New York 2009.
- International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database* [w:] *Group of Twenty: Note by the Staff of International Monetary Fund*, IMF, kwiecień 2009.
- Lucas D.J., Goodman L.S., Fabozzi F.J., *Collateralized Debt Obligations: Structures and Analysis*, 2nd ed., Hoboken, Wiley, New York 2006.
- Mayer Ch., Pence K., *Subprime mortgages: What, where, and to whom?*, Finance and Economics Discussion Series 29, Divisions of Research&Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington 2008.
- MFW, *Global Stability Report*, 2007.
- Naohiko B., McCauley R.N., Ramaswamy S., *US dollar money market funds and non-US banks*, Bank for International Settlements (BIS), March 2009.
- Nawrot W., *Globalny kryzys Finansowy XXI wieku*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Obstfeld M., *International Finance and Growth in Developing Countries: What have we learned?*, Working Paper 14691, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2009.
- Portes R., *Global imbalances*, [w:] *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*, eds M. Dewatripont, X. Freixas and R. Portes, Centre for Economic Policy Research, London 2009.
- Pszczołka I., *Amerykański kryzys hipoteczny*, [w:] *Od wielkiego kryzysu gospodarczego do wielkiego kryzysu finansowego*, red. nauk. J. Kaliński i M. Zalesko, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2009.
- Quinn S., *Securitization and the State*, Paper presented at the Annual meetings of the American Sociological Association, Boston 2008.
- Reksa Ł., *Sekurytyzacja wierzycelności na rynkach międzynarodowych*, „Bank i Kredyt” 2004 (luty).
- Richardson M., *Causes of the Financial Crisis Critical Review*, New York 2009.
- Securatisation Data Report*, European Securatisation Forum 2009.
- Siemieni N., Kowerda G., *Banża internetowa – wybrane aspekty*, [w:] *Od wielkiego kryzysu gospodarczego do wielkiego kryzysu finansowego. Perturbacje w gospodarce światowej w latach 1929-2009*, red. nauk. J. Kaliński, i M. Zalesko, Uniwersytet w Białymstoku, Białystok 2009.
- Słownik pojęć ekonomicznych*, www.go4x.pl.
- Stech G., *Sekurytyzacja – szanse dla polskich finansów*, www.cfo.cxo.pl.
- Subprime mortgage market, national and twelfth district development*, Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco 2009.
- Taylor J., *The Financial Crisis and the Policy Responses: An empirical analysis of what went wrong*, Working Paper 14631, National Bureau of Economic Research, 2009.
- Taylor J.B., *Discretion versus policy rules in practice*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 1993.
- Taylor J.B., *Housing and Monetary Policy*, Working Paper 13682, NBER, Cambridge (grudzień) 2007.
- The state of National Housing 2009*, Joint Center for Housing Studies of Harvard University, Harvard 2009.
- World Economic Outlook: Housing and the Business Cycle*, IMF, Washington 2008.
- Wiśniewski P., *Globalny kryzys finansowy – wnioski dla Polski*, Biuro Analiz Sejmowych, Warszawa 2009.
- Wypych M., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Absolwent, Łódź 2000.

Źródła internetowe

<http://finance.yahoo.com/>

<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section7.htm>.

<http://www.hud.gov/offices/hsg/fhahistory.cfm>.

**GLOBAL FINANCIAL CRISIS 2007-2009
– ATTEMPT OF DIAGNOSIS**

Summary: In the age of omnipresent globalization, the crisis affecting the world's largest economy involves almost the entire globe. This makes it even more important to identify its causes. This article is an attempt to analyze the situation and the events that led to the global financial and economic collapse between 2007 and 2009, starting from incorrect monetary and regulatory policy of Fed and the U.S. government, the real estate market crash caused by that, ending with a lack of accountability and greed of financial institutions and attempt to clarify the mechanism of global spread.