

ZESZYT NR 4 (2013)



# ekonomia

międzynarodowa

---



# Kryzys finansowy XXI wieku jako kryzys zaufania do instytucji gospodarczych i politycznych

---

Justyna Wieloch\*

## Wstęp

Współczesny kryzys finansowy, zapoczątkowany w 2008 roku, do dziś jest jednym z tematów najczęściej poruszanych zarówno przez media czy polityków, jak i społeczeństwo. Niewątpliwie wynika to z tego, że osłabienie koniunktury wpływa na życie każdego z nas. Niezależnie bowiem od stopnia zaangażowania w problemy gospodarcze w skali krajowej czy międzynarodowej ostatecznie to właśnie przeciętni obywatele ponoszą konsekwencje zarówno słusznych, jak i błędnych decyzji polityków, prezesów firm, finansistów.

Celem artykułu jest przedstawienie przyczyn kryzysu gospodarczego z pierwszej dekady XXI wieku. Analiza źródeł załamania gospodarki światowej w kontekście działalności instytucji politycznych i gospodarczych pozwoli wskazać, w jakim stopniu organizacje opierające swoją działalność na zaufaniu społecznym przyczyniły się do powstania kryzysu, jakie błędy popełniły, a także – jakie motywy nimi kierowały.

Omawiany kryzys jest kryzysem globalnym, dlatego artykuł nie skupia się w szczególności na Polsce – polska gospodarka jest gospodarką rozwijającą się, o małym znaczeniu dla światowych obrotów handlowych, bez znaczących na rynku światowym korporacji oraz instytucji o krajowym rodowodzie – która nie przyczyniła się istotnie do kryzysu i najpewniej nie będzie miała dużego wpływu na uzdrowienie światowego systemu gospodarczego.

Tuż po wybuchu kryzysu finansowego wielu specjalistów próbowało wskazać jedną, zasadniczą przyczynę, która doprowadziła do tak drastycznego załamania światowych finansów. Jednak w miarę pogłębiania się kryzysu wychodziły na jaw kolejne nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynków finansowych, a także w zachowaniu ich uczestników. Poniżej przedstawiono najważniejsze przyczyny nagłego załamania systemu finansów w 2008 roku.

---

\* Justyna Wieloch – mgr, Katedra Wymiany Międzynarodowej UŁ.

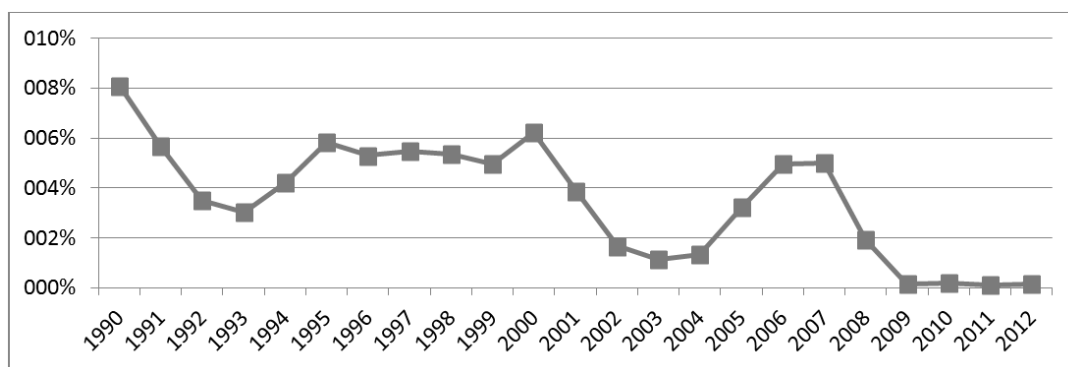
## Polityka Stanów Zjednoczonych

Jedną z najważniejszych przyczyn kryzysu była prowadzona w Stanach Zjednoczonych polityka taniego pieniądza połączona z filozofią wprowadzoną przez prezydenta Billa Clintona, zgodnie z którą każdego Amerykanina powinno być stać na dom. Obywatele dysponujący wystarczającymi środkami finansowymi zgłaszali się po kredyt do banku. Jednak część gospodarstw zgłaszających chęć nabycia domu nie miała zdolności kredytowej. W odpowiedzi na popyt zgłaszany przez tych klientów instytucje takie jak Fannie Mae na mocy gwarancji rządowych udzielały kredytów również najmniej wiarygodnym inwestorom. Polityka rządu amerykańskiego oraz udzielane gwarancje doprowadziły do powstania silnych bodźców zachęcających banki do udzielania kredytów typu subprime, co przyczyniło się do powstania nieodpowiednich relacji między dobrymi a złymi kredytami.

Ingerencja rządu USA w politykę udzielania kredytów hipotecznych spowodowała, że na rynku nieruchomości w tym kraju ceny stale rosły, a oprocentowanie kredytów było niskie. Z tego powodu opłacało się je zaciągać nie tylko po to, by rzeczywiście móc zamieszkać w nowo kupionym domu, ale również po to – skoro ceny nieruchomości stale rosły – by go z zyskiem sprzedać. Wytworzyła się spirala, której uczestnikami były nie tylko gospodarstwa domowe będące w stanie spłacić swoje zadłużenie, ale również podmioty, których nie było na to stać. Spłata kredytów typu subprime była uzależniona od cen na rynku nieruchomości i wysokości oprocentowania kredytów.

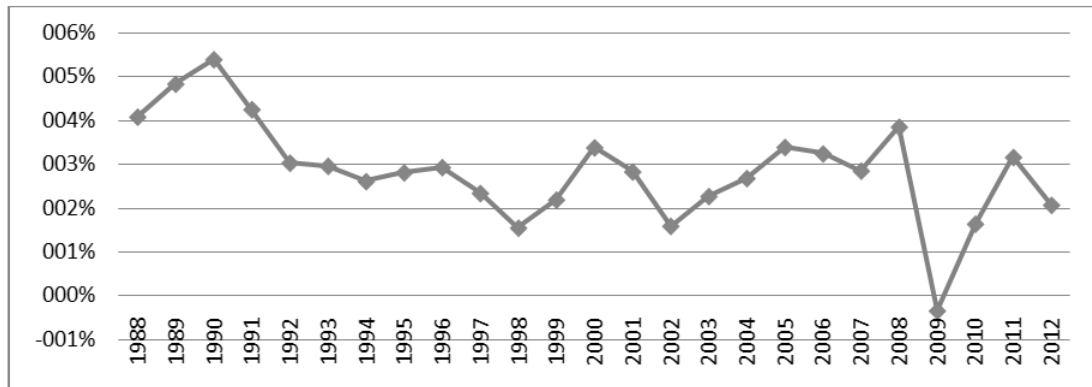
Prowadzona przez System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (FED) polityka taniego pieniądza powodowała ciągły wzrost cen nieruchomości (Jickling 2009, s. 4), który miał odzwierciedlenie w stale rosnącej inflacji; z tego powodu musiała nastąpić zmiana polityki FED. W 2003 roku FED rozpoczął podwyższanie stóp procentowych, co drastycznie zmieniło sytuację na rynku. Każda podwyżka stóp procentowych odciągała kapitał z konsumpcji w stronę oszczędzania. W przypadku USA wzrost opłacalności inwestowania w lokaty bankowe odciągnął kapitał z rynku nieruchomości, co zaowocowało spadkiem ich cen. Ponadto wzrosło oprocentowanie kredytów, co bezpośrednio przełożyło się na pogorszenie sytuacji finansowej amerykańskich gospodarstw domowych, które utraciły zdolność obsługi swoich zobowiązań. Masowe zaprzestanie spłacania kredytów spowodowało, że banki stały się właścicielami tysięcy niespłaconych domów, których ceny spadały w wyniku zwiększonej podaży oraz ograniczonego popytu z powodu dostępności kapitału.

**Wykres 1.** Efektywna stopa funduszy federalnych FED w latach 1990–2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H15&series=c7ca9f58d350a500bb83e230e208cf9b&filetype=sheetml&label=include&layout=seriescolumn&lastObs=100](http://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H15&series=c7ca9f58d350a500bb83e230e208cf9b&filetype=sheetml&label=include&layout=seriescolumn&lastObs=100).

**Wykres 2.** Poziom inflacji w Stanach Zjednoczonych w latach 1988–2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie: [http://inflationdata.com/inflation/Inflation\\_Rate/HistoricalInflation.aspx?dsInflation\\_currentPage=1](http://inflationdata.com/inflation/Inflation_Rate/HistoricalInflation.aspx?dsInflation_currentPage=1).

## Złożone instrumenty finansowe

Winą za kryzys finansowy obarcza się także sekurytyzację. Pojęcie to oznacza emisję papierów wartościowych pod istniejące lub przyszłe wierzytelności (Dębski 2007, s. 50). Sam instrument finansowy nie jest groźny dla płynności finansowej systemu, jednak uczestnicy rynku – głównie banki udzielające kredytów – budowali instrumenty pochodne obligacji, których zabezpieczeniem były wierzytelności kredytobiorców. Takie papiery wartościowe, nazywane CDO (*collateralized debt obligation*), dzielono na trzy grupy w zależności od gotowości do ponoszenia ryzyka skorelowanego z prawdopodobieństwem spłaty zadłużenia kredytobiorców. Zliberalizowana polityka kredytowa doprowadziła do sytuacji, w której kredyt hipoteczny miało nie tylko każde wiarygodne gospodarstwo domowe, ale również osoby, których nie było stać na nieruchomości, gdyż nie miały zdolności kredytowej, a co za tym idzie – nie były w stanie spłacić swojego zadłużenia. Z tego powodu na rynku zaczęło się pojawiać coraz więcej CDO opartych na niespłacanych kredytach; znaczna część inwestorów posiadała zatem papiery wartościowe o bardzo niskiej wartości. Posiadaczami takich papierów wartościowych byli inwestorzy indywidualni oraz instytucjonalni, dlatego w systemie finansowym pojawił się problem płynności finansowej oraz braku wzajemnego zaufania instytucji finansowych; uznaje się to za najpoważniejsze skutki kryzysu gospodarczego.

Oprócz CDO bardzo złożonym i powszechnie wykorzystywanym instrumentem na rynku finansowym były CDS (*credit default swaps*). CDS to transakcja, w której jedna ze stron wyraża zgodę na spłatę długu drugiej stronie, przy czym dług ten został zaciągnięty przez trzecią stronę. Z założenia CDS są środkiem mającym na celu zabezpieczenie przed ryzykiem niespłacenia zobowiązania, a w szczególności – zaniechania wykupu obligacji. Jednak uczestnicy rynku, chcąc zmaksymalizować zyski, wykorzystywali CDS i CDO nie jako formę ubezpieczenia od niewypłaconych należności, ale jako środki do przeprowadzania spekulacji na rynku finansowym.

## Instytucje finansowe

Winą za kryzys obarcza się również decyzje pracowników instytucji finansowych, którzy – kierując się własnym zyskiem – ignorowali zagrożenia, jakimi były dla rynków finansowych ich działania. Odkąd managerowie i maklerzy w wielu instytucjach finansowych otrzymują część wynagrodzenia w formie rocznej premii, nie odczuwają oni strachu przed wdrażaniem ryzykownych strategii, które w dłuższej perspektywie mogą przynieść straty.

Według wielu specjalistów za sytuację na rynkach finansowych odpowiadają agencje ratingowe, które wystawiały oceny na poziomie AAA<sup>1</sup> papierom wartościowym emitowanym na podstawie kredytów hipotecznych typu subprime. W chwili nadejścia kryzysu oceny te degradowano do poziomu nieinwestycyjnego (*junk status*). Zdaniem specjalistów wystawiane przez agencje chybione oceny były spowodowane niedoskonałymi modelami ekonomicznymi, brakiem odpowiednich regulacji, a także konfliktem interesów wśród osób wystawiających oceny. Konflikt ten wynikał z mechanizmu wystawiania ocen: agencje ratingowe były finansowane przez instytucje, którym wystawiały oceny, co powodowało, że agencje poniekąd były zakładnikami swoich klientów. Opinie agencji brano pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, co z kolei wynikało z obowiązującego prawa i regulacji nakazujących wykorzystywanie ocen ratingowych jako kryterium dopuszczalności inwestycji.

Bankierzy posiadający aktywa w postaci kredytów typu subprime nie utrzymywali ich do momentu spłaty zobowiązania – zamieniali posiadane należności na papiery wartościowe, a następnie zbywali je, przenosząc tym samym ryzyko na kolejnych inwestorów. Jeśli chodzi zarówno o sprzedaż kredytów, które z dużym prawdopodobieństwem miały nie zostać spłacone, jak i zbywanie kontraktów opartych na tych należnościach, to podejmowaniu tych działań towarzyszył brak poczucia bezpośredniej odpowiedzialności za zawierane transakcje. Finansiści zakładali, że nie zostaną pociągnięci do odpowiedzialności, jeśli pożyczkobiorcy nie spłacą swoich kredytów, a także wtedy, gdy sprzedawane papiery wartościowe zabezpieczone tymi wierzytelnościami stracą na wartości. W taki sposób działali przedstawiciele wielu instytucji finansowych: bankierzy, pośrednicy, pracownicy agencji ratingowych oraz inni uczestnicy rynku, którzy dzięki zawieraniu transakcji realizowali zysk, przenosząc ryzyko na kolejnych inwestorów.

Skutki kompleksowości instrumentów finansowych były widoczne również w trakcie kryzysu. Złożona budowa instrumentów finansowych sprawiła, że inwestorzy nie byli w stanie podjąć obiektywnych decyzji dotyczących inwestycji, precyzyjne określenie ryzyka dotyczącego zawieranych transakcji nie było możliwe, a podmioty odpowiedzialne za aspekt regulacyjny rynku były bezradne. Sami uczestnicy rynku działali w warunkach ograniczonej samokontroli, ich decyzje nie były w pełni racjonalne, a narzędzia, którymi się posługiwali, nie były doskonałe. Modele komputerowe wykorzystywane podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych bazowały na danych historycznych, których w przypadku nowo powstałych instrumentów nie było dostatecznie dużo.

---

<sup>1</sup> Ocena AAA jest przyznawana papierom wartościowym o najwyższej jakości.

## Nadzór finansowy

Przepisy prawa regulujące działanie instytucji finansowych przyzwalały na inwestowanie w ryzykowne, mało przejrzyste transakcje na dużą skalę. Brak ścisłych wytycznych wynikał z zaufania do instytucji, ich zdyscyplinowania i samokontroli. Do takich przepisów prawa należała między innymi ustawa dotycząca ochrony informacji finansowych Gramm-Leach-Bliley Act (Wajszczuk 2011) czy Commodity Futures Modernization Act (CFMA), zgodnie z którą rynki międzybankowe były wyłączone z ustawy Commodity Exchange Act, regulującej handel na rynkach surowcowych. Zgodnie z ustawą CFMA agencje federalne mogły wprowadzać limity spekulacji, co miało chronić przed destabilizacją cen żywności i surowców. Wyłączenie rynku międzybankowego z postanowień Commodity Exchange Act sprawiło, że Komisja ds. Handlu Kontraktami Terminowymi nie mogła już nadzorować większości handlu kontraktami terminowymi na żywność i surowce (Osiński 2010, s. 68).

Kontrola systemu finansów w Stanach Zjednoczonych jest podzielona pomiędzy wiele agencji zajmujących się określonymi segmentami rynku. Z tego powodu nie ma instytucji, która byłaby w stanie monitorować cały system oraz rozwiązywać problemy powstające w skali całego rynku. Nawet FED nie ma wystarczającej władzy, by nadzorować banki inwestycyjne czy fundusze hedgingowe.

W przeszłości wiele operacji finansowych było zarezerwowanych wyłącznie dla banków. Dotyczyło to w szczególności realizowania inwestycji i transakcji związanych z wyjątkowo wysokim poziomem ryzyka. Obecnie taką możliwość mają również inne instytucje, które wykorzystują dźwignię finansową, udzielają kredytów hipotecznych czy też innych długoterminowych kredytów, przyjmując od klientów depozyty na krótki okres. Rozszerzenie uprawnień do realizacji takich transakcji poza system bankowy doprowadziło do destabilizacji systemu finansowego, w którym funkcjonowały instytucje narażone na brak płynności finansowej. Samo wykorzystywanie dźwigni finansowej również było przyczyną powstania kryzysu finansowego.

W XXI wieku inwestorzy na rynku amerykańskim działali w warunkach niskich stóp procentowych, a więc również stosunkowo niskich zysków z inwestycji. W celu zwiększenia zysków uczestnicy rynku wykorzystywali pożyczony kapitał, by zwiększyć zwrot z inwestycji. Zbyt intensywne wykorzystywanie dźwigni finansowej wywarło duży wpływ na rynek nieruchomości oraz rynek kredytów międzybankowych. W 2004 roku amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) zliberalizowała przepisy dotyczące zasad wykorzystywania dźwigni finansowej. Od tego czasu banki inwestycyjne mogły utrzymywać wysoki poziom inwestycji realizowanych z wykorzystaniem dźwigni finansowej. Istniejący program dotyczący zasad wykorzystywania dźwigni dla największych banków inwestycyjnych był dobrowolny, a przez to nieefektywny.

Przed wybuchem kryzysu banki miały w swojej ofercie złożone instrumenty pochodne, pozwalające na prowadzenie ryzykownej spekulacji na rynku. Instrumenty były wyceniane według wartości początkowej, nieuwzględniającej spadających cen nieruchomości. Z tego powodu wykazywane aktywa banków były bardzo duże, podczas gdy w rzeczywistości ulegały one stałej deprecjacji. Ich złożoność nie pozwalała na dokonanie wyceny rynkowej, uwzględniającej zmieniającą się sytuację. W chwili wybuchu kryzysu wszystkie banki, mając świadomość swojej sytuacji, straciły zaufanie do pozostałych uczestników rynku, bowiem nikt nie był w stanie jednoznacznie orzec, jaka jest rzeczywista sytuacja



instytucji finansowych. Dodatkowym skutkiem tak zbudowanych instrumentów finansowych był niski poziom rezerw finansowych przeznaczonych na pokrycie potencjalnych strat, co w chwili kryzysu przyczyniło się do zmniejszenia płynności finansowej instytucji.

Istotnym błędem w postępowaniu instytucji finansowych, wynikającym z zaniedbań zarówno legislatorów, jak i samych organizacji, było błędne oszacowywanie ryzyka. Wynikało to z tego, że przepisy prawa nie były dostosowane do nowoczesnych standardów rynków finansowych, a czasami nie uwzględniały istnienia określonego instrumentu finansowego. Niektóre instytucje finansowe oddzielały analizę ryzyka rynkowego od analizy ryzyka kredytowego, co nie znalazło zastosowania w przypadku produktów o złożonej strukturze, w których te dwa rodzaje ryzyka były nie do oddzielenia. Z tego powodu niepowodzenia dotyczyły całego systemu zarządzania ryzykiem.

## Podsumowanie

Chcąc wskazać jeden, najbardziej ogólny powód zapaści światowych finansów, można stwierdzić – zdaniem autorki – że był to konflikt interesów: polityków, finansistów i obywateli, któremu towarzyszyła nierównowaga władzy i dostępu do wiedzy. Ciągły spór pomiędzy tymi trzema grupami doprowadził do sytuacji, w której ci najbardziej uprzywilejowani, przedstawiciele instytucji i świata finansów, wykorzystując swoje zasoby, możliwości i siłę oddziaływania na cały system gospodarki światowej, doprowadzili do kryzysu, obarczając odpowiedzialnością wszystkich uczestników rynku. Świat finansów zmusił bowiem rządy do zaangażowania się w proces ratowania gospodarek narodowych oraz ponadnarodowych instytucji finansowych.

Wybitni politycy i ekonomiści wskazują kto, ich zdaniem, „doprowadził gospodarke światową na skraj zapaści. Prezydent Niemiec Christian Wulff powiedział: *Najpierw banki ratowały inne banki, a potem państwa ratowały banki, potem wspólnota państw ratuje poszczególne państwa. Kto jednak ostatecznie uratuje ratujących?* (...) *Przez wiele lat zbyt wielu z nas przymykało oczy na coraz większe lekceważenie finansów i zasad ekonomii. A teraz, zamiast tworzyć system regulacyjny, rządy godzą się, by w coraz większym stopniu kierowały nimi globalne rynki finansowe* (Żakowski 2011). Polityk ten jest zdania, że przedstawiciele władzy powinni działać niezależnie od banków, agencji ratingowych czy mediów, a ich decyzje nie powinny być ukierunkowane na ratowanie instytucji, których pracownicy, działając nieodpowiedzialnie i lekceważąc ryzyko, doprowadzili system finansów międzynarodowych do tak głębokiej recesji.

Polski ekonomista prof. Witold Orłowski uważa, że ostatnie trzy dekady to okres rozkwitu prywatnych instytucji (funduszy hedgingowych, emerytalnych, banków inwestycyjnych), które wpływają na przepływ informacji i mogą sterować emocjami na rynku. Powstawanie kolejnych instytucji finansowych było rynkową odpowiedzią na popyt zgłaszany przez inwestorów, a organizacje te czuły się odpowiedzialne wyłącznie wobec klientów. Ostatecznie jednak podmioty gospodarcze działające na rynku finansowym nie były w stanie ani przewidzieć nadejścia kryzysu, ani uchronić siebie i klientów przed konsekwencjami zapaści gospodarczej. Jak pisze W. Orłowski, do kryzysu przyczyniła się *kryminalna niefrasobliwość goniących za szybkim zyskiem banków, brak odpowiednich regulacji na rynku instrumentów pochodnych oraz ludzkie błędy, w tym błędy polityków gospodarczych* (Orłowski 2011, s. 30–31).

## Bibliografia

- Board of Governors of the Federal Reserve System, *Table H.15: Selected Interest Rates*, Federalreserve.gov, [www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H15&series=c7ca9f58d350a500bb83e230e208cf9b&filetype=sheet&layout=seriescolumn&lastObs=100](http://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H15&series=c7ca9f58d350a500bb83e230e208cf9b&filetype=sheet&layout=seriescolumn&lastObs=100) (data dostępu: 22.06.2013 r.).
- Dębski W. (2007), *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, WN PWN, Warszawa.
- Jickling M. (2009), *Causes of the Financial Crisis*, Issue Brief, Congressional Research Service za: [www.au.af.mil/au/awc/awcgate/crs/r40173.pdf](http://www.au.af.mil/au/awc/awcgate/crs/r40173.pdf).
- McMahon T., (2013), *Historical Inflation rate*, InflationData.com, [http://inflationdata.com/inflation/Inflation\\_Rate/HistoricalInflation.aspx?dsInflation\\_currentPage=1](http://inflationdata.com/inflation/Inflation_Rate/HistoricalInflation.aspx?dsInflation_currentPage=1) (data dostępu: 22.06.2013 r.).
- Orłowski W. (2011), *Świat do przeróbki. Spekulanci, bankruci, giganci i ich rywale*, Agora SA, Warszawa.
- Osiński J., (2010), *Banki centralne wobec kryzysu ekonomicznego*, SGH, Warszawa.
- Wajszczuk B., (2011), *Następstwa kryzysu. Jakich regulacji oczekuje rynek?* Stowarzyszenie Rynków Finansowych ACI Polska, [www.acipolska.pl/edukacja/publikacje/84-następstwa-kryzysu-jakich-regulacji-oczekuje-rynek.html](http://www.acipolska.pl/edukacja/publikacje/84-następstwa-kryzysu-jakich-regulacji-oczekuje-rynek.html) (data dostępu: 04.03.2013 r.).
- Żakowski J.(2011), *Noga w chmurach*, „Polityka” nr 36.

## Streszczenie

W niniejszym artykule przedstawiono przyczyny kryzysu gospodarczego z pierwszej dekady XXI wieku. W opracowaniu podjęto próbę identyfikacji źródeł załamania gospodarki światowej w kontekście działalności instytucji politycznych i gospodarczych. Przeprowadzona analiza pozwala wskazać, w jakim stopniu organizacje opierające swoją działalność na zaufaniu społecznym przyczyniły się do powstania kryzysu, jakie błędy popełniły, a także – jakie motywy nimi kierowały.

## Summary

Financial crisis as a crisis of trust to economic and political institutions

The article presents causes of financial crisis from the first decade of the XXI century. The elaboration includes attempt of identification sources of world economy collapse in the context of political and economic institutions activity. Conducted analysis allows to indicate in what extend organizations have been operating on the basis of the social trust have contributed to the crisis, what mistakes they have made and by which motives they have been driven.

**Słowa kluczowe:** kryzys, instytucje gospodarcze, instytucje polityczne, instytucje finansowe, zaufanie.

**Key words:** crisis, economic institutions, political institutions, financial institutions, trust.