

# KRYZYSY FINANSOWE I STABILNOŚĆ RYNKU FINANSOWEGO

Witold Małecki

# PLAN WYKŁADU

- Pojęcie i rodzaje kryzysów. Rodzaje kryzysów finansowych. 1 godz. (1)
- Kryzysy walutowe – charakterystyka i wybrane przykłady. 4 godz. (3)
- Kryzysy bankowe– charakterystyka i wybrane przykłady. 2 godz. (2)
- Kryzysy giełdowe– charakterystyka i wybrane przykłady. 2 godz. (1)

# PLAN WYKŁADU (c.d)

- Kryzysy zadłużeniowe– charakterystyka i wybrane przykłady. 2 godz. (1)
- Kryzysy na rynku nieruchomości– charakterystyka i wybrane przykłady. 4 godz. (2)
- Współczesny globalny kryzys finansowy 9 godz. (4)
  - dotychczasowy przebieg
  - specyfika
  - geneza (przyczyny bezpośrednie i fundamentalne)
  - mechanizm.

# PLAN WYKŁADU (c.d)

- Stabilność finansowa 6 godz. (2)
  - Pojęcie
  - Stabilność makroekonomiczna a stabilność finansowa
  - Działania dla zapewnienia stabilności finansowej

# PLAN WYKŁADU (c.d)

- Wnioski z obecnego globalnego kryzysu finansowego.
- Możliwości zapobiegania kryzysom finansowym i zapewniania stabilności finansowej.

# LITERATURA

- N. Roubini, S. Mihm: Ekonomia kryzysu. Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
- Globalny kryzys finansowy a polska gospodarka. Praca zbiorowa pod redakcją W. Małeckiego. WSiFiZ, Warszawa 2009.
- A. Sławiński: Rynki finansowe. PWE, Warszawa 2006.
- W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska: Kryzysy walutowe. PWN, Warszawa 2001.
- Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania. Praca zbiorowa pod redakcją M. Iwanicz-Drozdowskiej. PWE, Warszawa 2002.
- W. Małecki: Przeciwdziałanie procykliczności sektora bankowego. Gospodarka Narodowa 2014 nr 4.

# Pojęcie i rodzaje kryzysów

- **Kryzys** – poważne załamanie struktur gospodarczych, społecznych lub politycznych.
- Kryzysy:
  - gospodarcze
  - społeczne
  - polityczne

Pomiędzy wszystkimi rodzajami kryzysów występują liczne sprzężenia zwrotne i kryzysy te mogą występować samodzielnie lub łącznie.

# Pojęcie i rodzaje kryzysów gospodarczych

- Kryzysy ogólnogospodarcze – załamanie się wzrostu gospodarczego (spadek Produktu Krajowego Brutto).
- Kryzysy finansowe – poważne załamanie systemu finansowego lub jego segmentu.



# Pojęcie i rodzaje kryzysów

- Kryzysy ogólnogospodarcze wynikają z cyklicznego charakteru rozwoju gospodarki rynkowej i są nieodłączną cechą tej gospodarki.
- Fazy cyklu koniunkturalnego (w cyklu klasycznym i współczesnym).
- Istnieje wiele teorii cyklu koniunkturalnego.
- Najogólniejsze wyjaśnienie sprowadza się do tego, że w gospodarce rynkowej brak jest mechanizmu zapewniającego równowagę między podażą dóbr i usług oraz efektywnym popytem na te dobra i usługi. Równowaga jest zachowana tylko jeśli wszystkie dochody powstające przy produkcji dóbr i usług (zyski i płace) przekształcają się w efektywny popyt konsumpcyjny i inwestycyjny, ale tak nie musi być.

# Pojęcie i rodzaje kryzysów

Czy kryzysy są wyłącznie niekorzystne?

# Wskazywane korzyści z kryzysów

- „Twórcza destrukcja”.
- Sprzyjający klimat dla podejmowania trudnych reform.

# Kryzysy finansowe

- Kryzysy walutowe – poważne załamanie się kursu walutowego.
- Kryzysy bankowe – poważne załamanie się sektora bankowego.
- Kryzysy giełdowe – poważne załamanie się kursów papierów wartościowych (przede wszystkim akcji).
- Kryzysy zadłużeniowe – poważne trudności z obsługą zadłużenia zagranicznego.
- Kryzysy na rynku nieruchomości – poważne załamanie się cen nieruchomości

# Kryzysy walutowe - definicja

- Z kryzysem walutowym mamy do czynienia, gdy zarówno obywatele danego kraju jak i cudzoziemcy tracą zaufanie do stabilności kursu waluty danego kraju. Aby ograniczyć straty, wszyscy oni starają się jak najszybciej pozbyć takiej waluty, wymieniając ją – często w sposób paniczny- na inne waluty.

# Kryzysy walutowe - symptomy

- Gwałtowny i silny spadek kursu waluty krajowej (ewentualnie w postaci dewaluacji).
- Bardzo znaczny wzrost krajowych stóp procentowych, zwłaszcza krótkoterminowych.
- Drastyczne zmniejszenie się rezerw walutowych.

# Kryzysy walutowe - symptomy

- Wyjaśnienie:
  - rodzajów kursów walutowych
  - ataku spekulacyjnego i sposobu jego przeprowadzania
  - przyczyn wzrostu stóp procentowych i zmniejszenia się rezerw walutowych w czasie kryzysu walutowego.

# Kryzysy walutowe - definicja

Nie powiodły się , jak dotąd próby  
kwantyfikacji definicji kryzysu walutowego.



# Kryzysy walutowe - przewidywalność

- Kryzysy walutowe są wyjątkowo, nawet w porównaniu z innymi kryzysami, trudne do przewidzenia

# Kryzysy walutowe-możliwe niekorzystne następstwa

- Przyspieszenie inflacji.
- Kryzys bankowy.
- Kryzys giełdowy.
- Kryzys ogólnogospodarczy.
- Kryzys polityczny.

# Modele (typy) kryzysów walutowych

- Kryzysy pierwszej generacji (kanoniczne).
- Kryzysy drugiej generacji.
- Kryzysy trzeciej generacji.
- Kryzysy eklektyczne.

# Kryzysy walutowe pierwszej generacji (Paul Krugman)

- Powodowane przez sprzeczność między nierozważną (zbyt ekspansywną) polityką gospodarczą, a polityką stałego kursu walutowego. Są zatem typowymi kryzysami „zawinionymi” przez władze danego kraju i od pewnego momentu już nieuniknionymi.

# Kryzysy walutowe pierwszej generacji

- Do klasycznych kryzysów pierwszej generacji zalicza się kryzysy:
  - w Meksyku w 1982 r.
  - w Argentynie w latach 1978-1981.
- Wiele cech kryzysów pierwszej generacji miały i niektóre późniejsze kryzysy jak np.:
  - w Brazylii w 1999 r.

# Kryzysy walutowe drugiej generacji (Maurice Obstfeld)

- Stanowią pod wieloma względami przeciwieństwo kryzysów pierwszej generacji.
- Po pierwsze, są one „niezawinione”, gdyż ich główna przyczyna ma charakter zewnętrzny. Jest nią atak spekulacyjny przeprowadzony pomimo „zdrowej” polityki gospodarczej prowadzonej w danym kraju.
- Po drugie, wybuch kryzysu nie jest tym samym nieunikniony.

# Kryzysy walutowe drugiej generacji

- Spekulanci zdecydują się na taki atak, jeśli sądzą, że władze danego kraju mogą zrezygnować z utrzymania kursu waluty na dotychczasowym poziomie, gdyby zagrażało to realizacji innych celów, zwłaszcza takich jak wysoki wzrost gospodarczy czy niskie bezrobocie.

# Kryzysy walutowe drugiej generacji

- Najbardziej znany przykład:
  - kryzysy w latach 1992-1993 w kilku krajach Europy Zachodniej (Wielkiej Brytanii, Włoszech, Hiszpanii, Portugalii i Francji) należących do mechanizmu kursowego ERM.
- Pokazanie mechanizmu takiego kryzysu na przykładzie kryzysu funta brytyjskiego w 1992 r.



# Kryzysy walutowe trzeciej generacji

- Przyczyny wewnętrzne, ale natury mikroekonomicznej:
  - słabości sektora przedsiębiorstw (niedokapitalizowanie, brak właściwego nadzoru właścicielskiego, złe zarządzanie, nieformalne powiązania z instytucjami państwowymi i instytucjami finansowymi)
  - słabości sektora bankowego (niedokapitalizowanie, brak właściwego nadzoru, złe zarządzanie).

# Kryzysy walutowe trzeciej generacji

- W przypadku kryzysów pierwszej generacji przyczyną podejmowanie nadmiernego ryzyka przez rządy.
- W przypadku kryzysów trzeciej generacji przyczyną podejmowanie nadmiernego ryzyka przez banki i przedsiębiorstwa.

# Kryzysy walutowe trzeciej generacji

- Najbardziej typowe przykłady:
  - kryzysy w krajach Azji Południowo-Wschodniej (Tajlandia, Korea Płd., Malezja, Indonezja) w latach 1997-1998.

# Kryzysy walutowe trzeciej generacji

- **Mechanizm takiego kryzysu na przykładzie Korei Płd.;**
  - nadmierne ryzyko podejmowane przez przedsiębiorstwa (zwłaszcza tzw. czebole) dążące do ekspansji finansowanej kredytami bankowymi;
  - pokusa nadużycia (ang. moral hazard);
  - nadmierne ryzyko podejmowane przez banki udzielające takich kredytów i co gorsza refinansujących się głównie zagranicą, co było możliwe dzięki liberalizacji dewizowej i wysokiej wiarygodności kredytowej Korei;
  - także problem pokusy nadużycia.

# Eklektyczne kryzysy walutowe

- Łączące cechy modeli różnych generacji, bądź charakteryzujące się całkiem specyficznymi cechami.

# Eklektyczne kryzysy walutowe – wybrane przykłady

- Rosja (1998) – połączenie cech kryzysu pierwszej i trzeciej generacji.
- Argentyna (2001-2002) – specyfika nadmiernego ryzyka podejmowanego przez władze wiązała się przyjętym systemem kursowym (izba walutowa) i niedostosowaniem do niego odpowiednio polityki makroekonomicznej (zwłaszcza fiskalnej).

# Bezpośrednie przyczyny wybuchu kryzysu walutowego

- Pogorszenie się koniunktury gospodarczej.
- Kryzys bankowy.
- Destabilizacja sytuacji politycznej.
- Ujawnienie nieoczekiwanie niekorzystnych danych o gospodarce (przykłady – Meksyk, Tajlandia, Korea Płd.).
- „Zarażenie” się kryzysem walutowym

# Możliwości i sposoby ograniczania zagrożenia kryzysem walutowym

- Działania specyficzne dla kryzysów poszczególnych generacji.
- Działania wspólne dla kryzysów różnych typów ( w tym zwłaszcza dotyczące wyboru polityki kursu walutowego – patrz kolejny slajd - oraz przeciwdziałania niektórym z bezpośrednich przyczyn kryzysów).
- Ogólna ocena możliwości przeciwdziałania wybuchom kryzysów walutowych



# Wybór systemu kursu walutowego a zagrożenie kryzysem walutowym

- Teza iż należy wybierać skrajne rozwiązania kursowe:
  - kurs całkowicie płynny
  - lub kurs całkowicie usztywniony (ale w sposób wiarygodny)
- A unikać rozwiązań pośrednich (różnych odmian systemu kursu stałego, zwłaszcza z wąskim pasmem dopuszczalnych wahań).

# Kryzysy bankowe - definicja

- Istnieje wiele definicji, ale żadna z nich nie określa kryzysu bankowego w sposób sparymetryzowany, np. w taki sposób, iż z kryzysem bankowym mamy do czynienia wtedy gdy 50% systemu bankowego traci wypłacalność.

# Kryzysy bankowe - definicja

- Run na banki (panika bankowa) bądź ich upadłości, które powodują zawieszenie regulowania zobowiązań przez banki względnie wymagają udzielenia im przez rząd pomocy na dużą skalę, aby tego uniknąć.
- Sytuacja w której znaczna grupa banków posiada aktywa o wartości niższej od ich zobowiązań. Prowadzi to do runu na banki, upadku niektórych z nich i/lub interwencji rządu.

# Kryzysy bankowe - symptomy

- Run na banki (jawny lub ukryty).
- Interwencje banku centralnego dla podtrzymania płynności zagrożonych banków (obniżki stóp procentowych, bezpośrednie zasilanie banków w płynność – operacje otwartego rynku).
- Upadłość części banków.
- Pomoc rządu dla zagrożonych banków, aby zapobiec ich upadłości.

# Formy pomocy państwa dla zagrożonych banków

- Dokapitalizowanie (w różnych formach).
- Nacjonalizacja (najczęściej przejściowa).
- Odkupienie od banków „złych aktywów”.

# Kryzysy bankowe - przyczyny

- Najczęstszą przyczyną jest podejmowanie przez banki nadmiernego ryzyka w polityce kredytowej, co prowadzi do znacznego udziału „złych kredytów” w portfelach kredytowych banków.
- Jednym z wyjaśnień tego zjawiska jest koncepcja „cykli kredytowych” Hymana Minski’ego

# Koncepcja „cykli kredytowych” Hymana Minski’ego

- Bezpośrednio po kryzysie banki prowadzą bardzo ostrożną politykę kredytową; kredyty otrzymują tylko te podmioty, co do których istnieje pewność, że spłacą zarówno odsetki jak i kapitał.
- Z czasem kredyty zaczynają być udzielane podmiotom, co do których banki są pewne jedynie że będą spłacać odsetki.
- Wreszcie, gdy wspomnienia ostatniego kryzysu są już odległe, kredyty mogą otrzymać nawet takie podmioty, co do których nie ma pewności, że będą zdolne do spłaty nie tylko kapitału, ale i odsetek. Tendencję taką może wzmocnić okres dobrej koniunktury gospodarczej.

# Koncepcja „cykli kredytowych” Hymana Minski’ego

- Dlaczego banki mają tak „krótką pamięć”?  
Ponieważ udzielanie kredytów stanowi najbardziej zyskowną sferę działalności banków komercyjnych.
- Ponadto Hipoteza Pamięci Instytucjonalnej .



# Hipoteza Pamięci Instytucjonalnej

## **Trzy szczeble:**

- Pracownicy banków,
- Kierownictwo banków,
- Zewnętrzni interesariusze (wierzyciele, udziałowcy, nadzorcy).

# Inne lub dodatkowe czynniki mogące powodować podejmowanie przez banki nadmiernego ryzyka kredytowego

- Brak właściwych procedur badania zdolności kredytowej.
- Asymetria informacji.
- Mechanizm akceleratora finansowego.
- Brak właściwych procedur tworzenia rezerw na „złe kredyty”.
- Możliwości transferu ryzyka kredytowego do innych podmiotów (sekurytyzacja, kredytowe instrumenty pochodne).
- Pokusa nadużycia.
- Dostępność finansowania z globalnego rynku pieniężnego.
- Słabości nadzoru bankowego (przykłady: Rosja przed 1998 r., Wielka Brytania przed obecnym globalnym kryzysem finansowym).

# Mechanizm akceleratora finansowego

## **Cykliczne zmiany:**

- Wartości zastawów,
- Wartości netto firm ubiegających się o kredyt.

# Inne przyczyny kryzysów bankowych

- Nadmierna rozpiętość między terminami zapadalności udzielanych kredytów i źródeł ich finansowania.
- Nadmierne finansowanie krajowej akcji kredytowej ze źródeł zagranicznych.
- Nadmierny udział kredytów w walutach zagranicznych udzielanych podmiotom krajowym.
- Podejmowanie nadmiernego ryzyka w działalności inwestycyjnej innej niż akcja kredytowa (np. przy inwestowaniu w akcje, fundusze hedgingowe czy nawet obligacje, a także w operacjach pozabilansowych).
- Zasadnicze pogorszenie się koniunktury gospodarczej.
- Kryzys walutowy.
- Kryzys giełdowy.
- Kryzys zadłużeniowy.
- Informacje czy nawet plotki podważające zaufanie do banków (zwłaszcza w przypadku braku systemu gwarantowania depozytów).

# Wybrane kryzysy bankowe

- Wielki Kryzys w USA (1929 -1932).
- Kraje skandynawskie Norwegia, Finlandia, Szwecja (1987 – 1995).
- Japonia (od 1990 r.)

# Kryzys bankowy w USA (1929 – 1933) - przyczyny

- Nadmierne ryzyko kredytowe.
- Nadmierne ryzyko w działalności inwestycyjnej innej niż udzielanie kredytów (zwłaszcza wobec braku rozdziału bankowości komercyjnej i inwestycyjnej).
- Krach giełdowy.
- Głęboka recesja a potem depresja gospodarcza.

# Kryzys bankowy w USA (1929 – 1933) - specyfika

- Brak istotniejszej pomocy ze strony banku centralnego dla podtrzymania płynności sektora bankowego.
- Brak (aż do 1933) systemu gwarantowania depozytów.
- Rząd nie udzielał pomocy finansowej bankom zagrożonym upadłością.
- W rezultacie powyższych czynników doszło do masowych upadłości setek banków.

# Kryzys bankowy w krajach skandynawskich (1987-1995) - przyczyny

- Podejmowanie przez banki nadmiernego ryzyka kredytowego.
- Pogorszenie koniunktury gospodarczej na przełomie lat 80' i 90' XX wieku



## Kryzys bankowy w krajach skandynawskich (1987-1995) - przyczyny

- Nadmierna ekspansja kredytowa (finansująca przede wszystkim zakupy nieruchomości) była możliwa ze względu na niedostateczne regulacje ostrożnościowe nadzoru bankowego, nieadekwatne do daleko idącej deregulacji rynków finansowych i liberalizacji dewizowej w krajach skandynawskich w latach 80' XX wieku.

# Kryzys bankowy w krajach skandynawskich (1987-1995) - specyfika

- Państwa zaangażowały się w pomoc dla zagrożonych banków nie dopuszczając do ich upadłości.
- Skala tej pomocy była bardzo znaczna:
  - w Norwegii 3,20% PKB
  - w Finlandii 11,56% PKB
  - w Szwecji 4,47% PKB
- Państwa występowały nie tylko w roli „ratowników”, ale i inwestorów. Formy wsparcia obejmowały m.in. udzielanie gwarancji kredytowych, tworzenie specjalnych spółek celowych przejmujących złe aktywa od banków oraz bezpośrednio wnoszenie kapitału.
- Dla uniknięcia wspierania akcjonariuszy banków przeżywających kłopoty przyjęto zasadę, że jakiegokolwiek zaangażowanie kapitałowe państwa prowadzi do proporcjonalnej redukcji udziałów dotychczasowych akcjonariuszy.

# Kryzys bankowy w krajach skandynawskich (1987-1995) - specyfika

- Posiadanie przez państwo akcji w bankach miało mieć charakter krótkoterminowy i służyć wyłącznie naprawie sytuacji tych banków. Warunkiem uzyskania pomocy państwa było dokonanie zaleconych działań restrukturyzacyjnych.
- Zamierzone cele zostały w znacznym stopniu osiągnięte. Udało się przywrócić rentowność sektora bankowego, a państwa odzyskały znaczną część zaangażowanych środków (w Szwecji ponad połowę) dzięki windykacji części należności przez spółki celowe i odsprzedaży udziałów państwa w bankach.
- Zarządzanie kryzysem było najskuteczniejsze w Szwecji, gdzie kryzys wystąpił najpóźniej i władze mogły wykorzystać doświadczenia krajów wcześniej dotkniętych kryzysem.
- Z doświadczeń krajów skandynawskich, a przede wszystkim Szwecji, korzystano w dużym stopniu podczas współczesnego globalnego kryzysu finansowego (zwłaszcza w Wielkiej Brytanii).

# Możliwości i sposoby zapobiegania kryzysom bankowym

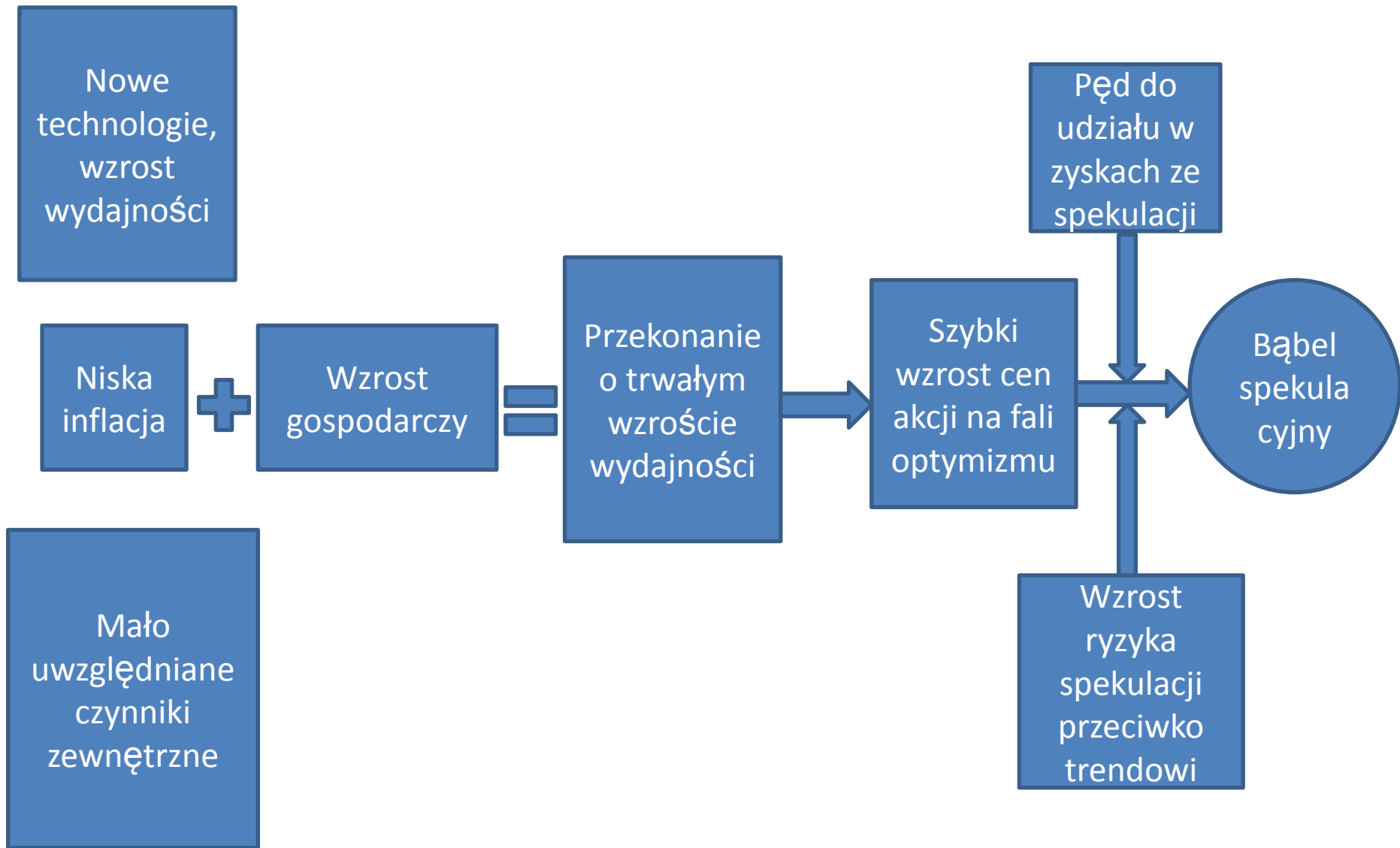
- Odpowiednie regulacje ostrożnościowe nadzoru bankowego w szczególności dotyczące:
  - wymogów płynnościowych i kapitałowych,
  - tworzenia rezerw (przykład Hiszpanii),
  - kontroli nad operacjami pozabilansowymi
  - ograniczenie stosowania dźwigni finansowej.
  - niedopuszczania do nadmiernego udziału kredytów w walutach zagranicznych udzielanych podmiotom krajowym.
- Regulacje takie są szczególnie istotne w przypadku dużych, ważnych systemowo banków, ze względu na problem pokusy nadużycia („za duży żeby upaść”).

# Kryzysy (krachy) giełdowe - definicja

- Gwałtowne i bardzo silne załamanie się cen notowanych na giełdach instrumentów finansowych (przede wszystkim kursów akcji).
- Także nie udało się tej definicji skwantyfikować

# Kryzysy giełdowe - przyczyny

- Główną przyczyną jest z reguły nadmierny wzrost cen akcji (bąbel spekulacyjny) w okresie poprzedzającym wybuch kryzysu.
- Dość złożony jest natomiast mechanizm powstawania bąbli spekulacyjnych na rynkach akcji, co ilustruje następny slajd
- Szerzej na temat patrz A. Sławiński: Rynki finansowe, str. 176-178



# Kryzysy giełdowe - przyczyny

Przez czynniki zewnętrzne rozumie się inne niż wzrost wydajności przyczyny utrzymywania się niskiej inflacji pomimo wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. Najczęściej są nimi:

- spadek cen importowanych surowców (w szczególności ropy),
- restrykcyjna polityka pieniężna banku centralnego.



# Kryzysy giełdowe - przyczyny

Najczęstszą bezpośrednią przyczyną pęknięcia bąbla spekulacyjnego jest zmiana polityki pieniężnej na bardziej restrykcyjną (**wzrost stóp procentowych**).

- efekt wzrostu konkurencyjności dłużnych instrumentów finansowych,

- efekt wpływu na oczekiwania odnośnie do przyszłego kształtowania się koniunktury gospodarczej,

- efekt wzrostu kosztów kredytów zaciąganych na zakup akcji.

Inną często spotykaną bezpośrednią przyczyną kryzysu może być „zarażenie” się kryzysem w innym kraju

# Kryzysy giełdowe- skutki

- Efekt majątkowy (konsumpcyjny).
- Efekt inwestycyjny.
- Efekt kredytowy (istotny jeśli banki w znaczącym stopniu kredytowały zakupy akcji).

# Kryzysy giełdowe- skutki

- W rezultacie częstym skutkiem kryzysów giełdowych są kryzysy ogólnogospodarcze, a załamania się kursów akcji należą do najczęściej wykorzystywanych tzw. wyprzedzających wskaźników koniunktury gospodarczej.

# Kryzysy giełdowe – wybrane przykłady

- 1929 – USA – Wielki Kryzys.
- 1987 – USA.
- 1990 – Japonia
- 2000 – USA „bańka internetowa”

# Możliwości i sposoby zapobiegania kryzysom giełdowym

Kluczowe znaczenie ma przeciwdziałanie powstawaniu bąbli spekulacyjnych

- poprzez odpowiednio prowadzoną politykę pieniężną,
- poprzez odpowiednie działania regulacyjne w stosunku do banków,
- pewne znaczenia mają także:
  - dobra polityka informacyjna spółek giełdowych,
  - właściwy nadzór nad giełdami.

**Generalnie jednak skuteczność wszystkich tych działań jest ograniczona**

# Kryzysy zadłużeniowe - definicja

- Utrata przez kraj zdolności do pełnej i terminowej obsługi swojego zadłużenia zagranicznego.

# Kryzysy zadłużeniowe - symptomy

- Utrata przez rząd i inne krajowe podmioty gospodarcze wiarygodności kredytowej i możliwości pozyskiwania finansowania (czy refinansowania) na rynkach finansowych.
- Korzystanie z finansowania przez międzynarodowe instytucje finansowe.
- Negocjowanie z wierzycielami restrukturyzacji (ewentualnie także redukcji) zadłużenia.
- W skrajnych przypadkach ogłoszenie moratorium.

# Kryzysy zadłużeniowe - przyczyny

- Nadmierne łączne zadłużenie zagraniczne (w relacji do PKB, do rezerw walutowych, do wpływów z eksportu).
- Nadmierne krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne (przede wszystkim w relacji do rezerw walutowych).
- Niewłaściwe wykorzystanie zaciągniętych kredytów (na bieżącą konsumpcję, nietrafione inwestycje).
- Brak należytej ostrożności ze strony wierzycieli.



# Kryzysy zadłużeniowe – wybrane przykłady

- Kryzys w licznych krajach rozwijających się o średnim poziomie dochodu (w tym również w Polsce) w latach 80-tych i początku lat 90-tych XX wieku.
- Kryzys w strefie euro w latach 2010-2014 (Grecja, Irlandia, Portugalia, Hiszpania) z możliwymi implikacjami dla niektórych innych krajów strefy euro ( Włochy, a być może nawet Belgia i Francja)

# Kryzys zadłużeniowy w latach 80-tych

## –cechy charakterystyczne

- Kryzys w krajach rozwijających się (przede wszystkim w krajach Ameryki Łacińskiej).
- Zadłużenie było wynikiem zaciągniętych kredytów (przede wszystkim od banków komercyjnych).
- Należytej ostrożności nie wykazali zarówno dłużnicy jak i wierzyciele.
- Rozwiązanie kryzysu (na początku lat 90-tych) okazało się możliwe dopiero po wypracowaniu specjalnego planu zakładającego częściową redukcję długów (Plan Brady'ego).

# Kryzys zadłużeniowy w Polsce - geneza

- W latach 70-tych XX wieku polskie władze przyjęły strategię przyśpieszenia wzrostu gospodarczego w oparciu o import kapitału i technologii z krajów wysoko rozwiniętych.
- Zaciągane kredyty miały zostać spłacone w przyszłości zwiększonymi wpływami z eksportu.
- Wobec dużej dostępności w tym okresie kredytów na międzynarodowych rynkach finansowych, zadłużenie Polski w walutach wymiennalnych zwiększało się bardzo szybko: z praktycznie zera na początku lat 70-tych do 8,4 mld USD na koniec 1975 r. i do 22,4 mld USD na koniec 1979 r.

# Kryzys zadłużeniowy w Polsce - geneza

- **Podstawowym mankamentem okazało się jednak niewłaściwe wykorzystanie tych kredytów.**
- Tylko ok. 20% zostało zużyte na finansowanie inwestycji i rozbudowę zdolności wytwórczych.
- Przeważająca część (ok. 65%) została wydana na import surowców i półfabrykatów – nie doceniono wysokiej importochłonności podejmowanych inwestycji.
- Pozostałe 15% zostało wydane na import dóbr konsumpcyjnych, a przede wszystkim zbóż.
- Zbyt szeroki okazał się także front inwestycyjny, co uniemożliwiło oddanie do użytku znacznej ich części.

# Kryzys zadłużeniowy w Polsce - geneza

- W rezultacie gdy na początku lat 80-tych doszło do znacznego wzrostu stóp procentowych na rynkach finansowych oraz gdy ustał dopływ nowych kredytów (wobec wystąpienia już pierwszych symptomów kryzysu zadłużeniowego), **Polska, począwszy od roku 1981, okazała się niezdolna do obsługi swojego zadłużenia zagranicznego.**

# Kryzys zadłużeniowy w Polsce - przebieg

- W latach 1982-1989 Polska tylko częściowo obsługiwała dług ciągle negocjując z wierzycielami odraczanie kolejnych płatności.
- W efekcie kapitalizacji zaległych płatności odsetkowych oraz odsetek od niespłaconych rat kapitałowych dług zagraniczny zwiększył się z ok. 26 mld USD na koniec 1982 r. do 41,4 mld USD na koniec 1989 r.

# Kryzys zadłużeniowy w Polsce - przebieg

- Rozwiązanie kryzysu zadłużeniowego Polski stało się możliwe dopiero po 1989 r. dzięki:
  - zmianie ustroju politycznego w Polsce,
  - ewolucji stanowiska wierzycieli.

# Kryzys zadłużeniowy w Polsce - przebieg

- Dodatkową trudnością okazała się jednak struktura polskiego długu.
- Blisko  $\frac{3}{4}$  długu stanowiły zobowiązania wobec rządów 17 krajów zrzeszonych w tzw. Klubie Paryskim.
- Była to struktura typowa dla krajów najbiedniejszych, a nie dla krajów o średnim poziomie dochodu do których należała Polska.
- Tym samym mechanizmy redukcji zadłużenia krajów rozwijających się wypracowane przez Klub Paryski (tzw. Toronto Terms) oraz przez Klub Londyński (tzw. Plan Brady'ego) okazały się nie w pełni adekwatne do przypadku Polski.



# Kryzys zadłużeniowy w Polsce - przebieg

- Pomimo tych trudności, wykorzystanie bardzo sprzyjającego wtedy dla Polski klimatu politycznego (w tym przede wszystkim poparcia Stanów Zjednoczonych), pozwoliło Polsce na uzyskanie niezwykle korzystnych warunków restrukturyzacji naszego zadłużenia, na które składała się również jego redukcja efektywnie aż o 50%.

# Porozumienie z Klubem Paryskim

- W kwietniu 1991 r. udało się uzyskać bezprecedensową redukcję aż o 50% naszego liczącego ok. 33 mld USD długu wobec wierzycieli publicznych.
- W rzeczywistości porozumienie to było dość złożone, a redukcja długu dokonywana w dwóch etapach: w latach 1991 i 1994 ( przy czym drugi etap uwarunkowany był zrealizowaniem programu gospodarczego uzgodnionego z MFW).
- Ponadto wierzyciele mogli wybierać między trzema opcjami
  - (a) redukcja kapitału,
  - (b) redukcja odsetek,
  - (c) kapitalizacją odsetek i bardzo znacznym odroczeniem wszystkich płatności.
- Każda z trzech opcji miała dawać taką samą redukcję długu w wyrażeniu wartości zaktualizowanej netto (Net Present Value).

# Porozumienie z Klubem Paryskim

- Konstrukcja porozumienia była taka, żeby umożliwić Polsce „wyrośnięcie z długu”.
- Niezależnie od opcji wybranej przez wierzycieli, przez pierwsze 3 lata nasze płatności ograniczały się do 20% pierwotnie należnych odsetek.
- Przez następnych 10 lat spłaty kapitału pozostawały bardzo ograniczone.

# Porozumienie z Klubem Londyńskim

- Jeszcze trudniejsze okazały się negocjacje z bankami komercyjnymi
- Ostatecznie porozumienie dotyczące wynoszącego już wtedy ponad 14 mld USD długu zawarte zostało dopiero we wrześniu 1994 r.
- Polska uzyskała redukcję długu (w wyrażeniu wartości zaktualizowanej netto) o 49,2%, a więc prawie taką samą jak w przypadku Klubu Paryskiego.

# Porozumienie z Klubem Londyńskim

- Porozumienie to było jeszcze bardziej złożone niż porozumienie z Klubem Paryskim.
- Po pierwsze część długu (blisko 3,3 mld USD) została przez Polskę wykupiona ze znacznym dyskontem. Cena wykupu wynosiła 41 centów za 1 USD długu średnio i długo terminowego i 38 centów za 1 USD długu krótkoterminowego.
- Po drugie pozostała część długu została zastąpiona przez obligacje wyemitowane przez polski rząd (tzw. obligacje Brady'ego).

# Porozumienie z Klubem Londyńskim

Wierzyciele mieli wybór pomiędzy aż pięcioma rodzajami obligacji:

- 30–letnie obligacje dyskontowe (Discount Bonds). Dyskonto wynosiło 45%, a kapitał tych obligacji był w pełni zabezpieczony zerokuponowymi obligacjami rządu amerykańskiego zakupionymi przez polski rząd i zdeponowanymi na specjalnym, zablokowanym rachunku.
- 30-letnie obligacje parytetowe (Par Bonds) o obniżonym i stopniowo wzrastającym oprocentowaniu.
- Pozostałe trzy rodzaje obligacji (25 –letnie obligacje restrukturyzacyjne, 20 letnie obligacje dla zaległości odsetkowych i 30 letnie obligacje dla kredytów rewolwingowych) miały zastosowanie do określonych części zadłużenia.

# Porozumienie z Klubem Londyńskim

- Na sfinansowanie porozumienia z Klubem Londyńskim (zakup zerokuponowych amerykańskich obligacji skarbowych) Polska uzyskała kredyt od MFW
- Dopiero porozumienie z Klubem Londyńskim oznaczało uregulowanie naszych stosunków ze wszystkimi wierzycielami i umożliwiło Polsce powrót na międzynarodowe rynki finansowe.

# Kryzys zadłużeniowy w strefie euro

## –cechy charakterystyczne

- Kryzys w krajach wysoko rozwiniętych i to należących do strefy euro.
- Zadłużenie powstało przede wszystkim w wyniku emisji obligacji (głównie skarbowych).
- Zasięg i pełne konsekwencje kryzysu nie są jeszcze znane.
- Dotychczasową fazę kryzysu udaje się jak dotąd opanowywać dzięki znacznej pomocy finansowej Unii Europejskiej i MFW.



# Kryzys zadłużeniowy w strefie euro – geneza

- Strukturalnie wysokie zadłużenie publiczne i zbyt ekspansywna polityka fiskalna (przede wszystkim w Grecji i we Włoszech).
- Systematyczne pogarszanie się konkurencyjności międzynarodowej po przystąpieniu do strefy euro bądź w wyniku niedostatków realnej konwergencji (Grecja, Portugalia, Włochy) bądź w następstwie niekontrolowanej ekspansji kredytowej i bąbli spekulacyjnych (Hiszpania i Irlandia).
- Zbyt długie niedostrzeganie problemów przez agencje ratingowe i uczestników rynków finansowych.
- Globalny kryzys finansowy, który doprowadził do recesji gospodarczej oraz uczulił uczestników rynków finansowych na wszelkie przejawy nierównowagi.

# Utrata konkurencyjności przez część krajów strefy euro

## Skumulowany wzrost jednostkowych kosztów pracy (ULC) w okresie 1999-2007

- Niemcy 2,3%
- Austria 5.9%
- Finlandia 11.6%
- Belgia 14.2%
- Francja 17.2%
- Holandia 21,3%
- Włochy 23,7%
- Hiszpania 26,4%
- Portugalia 27.6%
- Grecja 28,3%
- Irlandia 33.0%

- Źródło: Monitoring Labor Cost Developments Across Euro Area Countries. ECB Monthly Bulletin, November 2008, s.70. Przytoczone za A. Sławiński: Poland in the euro zone... op.cit s.4.

# Kryzys zadłużeniowy w strefie euro – przebieg

- Otwarty kryzys wystąpił, jak dotąd w Grecji od początku 2010 r. , w Irlandii od listopada 2010 r. ,w Portugalii od wiosny 2011 i w Hiszpanii od marca 2012. Kraje te zmuszone były do skorzystania z pomocy finansowej Unii Europejskiej i Międzynarodowego Funduszu Walutowego.
- Pakiety finansowe dla tych krajów wyniosły: dla Grecji 110 mld EUR w 2010 i 130 mld EUR w 2011r), dla Irlandii 85 mld EUR i dla Portugalii 78 mld EUR. Struktura tych pakietów jest taka, że 70-75% środków pochodzi z Unii Europejskiej, a pozostałe 20-25% z MFW. Hiszpania otrzymać ma natomiast ok. 100 mld EUR na dokapitalizowanie i restrukturyzację sektora bankowego.
- Ponadto na początku 2012 r. dług Grecji wobec zagranicznych prywatnych wierzycieli został zredukowany o około 50% (czyli o ok .100 mld EUR). Redukcja miała charakter dobrowolny. W listopadzie 2012 złagodzone zostały także warunki spłaty kredytów udzielonych lub gwarantowanych przez instytucje europejskie.

# Kryzys zadłużeniowy w strefie euro – przebieg

- Zagrożone jednak są także Włochy, a być może nawet i Belgia oraz Francja.
- Pierwszy pakiet pomocowy dla Grecji wymagał obejścia obowiązujących w strefie euro reguł, które wykluczały udzielanie przez UGW pomocy finansowej krajom członkowskim.
- Następnie jednak wobec zagrożeń dla innych krajów strefy euro, stworzono , ex ante, mechanizmy zapewniające niezbędne finansowanie w takich sytuacjach kryzysowych. Początkowo był to Europejski Fundusz Stabilizacyjny (EFSF European Financial Stability Facility), który został zastąpiony od 2013 r. przez Europejski Mechanizm Stabilizacyjny (ESM).
- Kolejnymi podjętymi działaniami było:
  - istotne dokapitalizowanie banków w strefie euro;
  - zwiększenie zasobów EFSF z obecnych 440 mld EUR do ponad 1 bln EUR.
- Wciąż nie ma jednak pewności czy kryzys we wszystkich tych krajach (a zwłaszcza w Grecji) został już definitywnie przezwyciężony.

# Kryzysy na rynkach nieruchomości - definicja

- Gwałtowne i bardzo silne załamanie się cen nieruchomości.
- Także nie udało się tej definicji skwantyfikować

# Kryzysy na rynkach nieruchomości - przyczyny

- Główną przyczyną jest z reguły nadmierny wzrost cen nieruchomości (bąbel spekulacyjny) w okresie poprzedzającym wybuch kryzysu.
- Najczęstszą bezpośrednią przyczyną kryzysu (pęknięcia bąbla spekulacyjnego) jest zmiana polityki pieniężnej na bardziej restrykcyjną (wzrost stóp procentowych).

# Przyczyny powstawania bąbli spekulacyjnych na rynkach nieruchomości

- Ekspansywna polityka pieniężna (niskie stopy procentowe).
- Podejmowanie nadmiernego ryzyka przez instytucje udzielające kredyty hipoteczne.

# Przyczyny nadmiernej ekspansji kredytów hipotecznych

- Koncepcja „cykli kredytowych” Hymana Minski’ego.
- Niedostatki (a niekiedy nawet brak) regulacji instytucji udzielających kredyty hipoteczne.
- Masowe wejście na rynek kredytów hipotecznych banków uniwersalnych.
- Dostępność dla banków (i innych instytucji finansowych udzielających kredytów hipotecznych) zagranicznych źródeł finansowania.
- Możliwości transferowania ryzyka kredytowego na inne podmioty dzięki wykorzystaniu sekurytyzacji czy kredytowych instrumentów pochodnych. Tradycyjny model działalności kredytowej „generuj i trzymaj” (*originate and hold*) w coraz większym stopniu zastępowany jest modelem „generuj i dystrybuuj” (*originate and distribute*). Ma to istotne konsekwencje dla sposobu zarządzania ryzykiem kredytowym w bankach, generalnie przyczyniając się do udzielania kredytów na mniej wymagających warunkach;
- Polityka społeczna Państwa nadmiernie promująca rozwój budownictwa mieszkaniowego.



# Wybrane przykłady najnowszych kryzysów na rynkach nieruchomości

- USA - 2007 r. (rynek subprime).
- Wielka Brytania, Irlandia, Hiszpania – 2008-2009.
- Japonia (po 1990 r.)

# Szczególne zagrożenia związane z kryzysami na rynkach nieruchomości

- Zagrożenie kryzysem bankowym (np. kraje skandynawskie w latach 1987-1995, Japonia w latach 90 –tych XX wieku, Irlandia w latach 2008-2010).
- Zagrożenie kryzysem społecznym (w wyniku wykwaterowywania niewypłacalnych dłużników).
- Zagrożenie głębokim kryzysem ogólnogospodarczym (np. Hiszpania i Irlandia w latach 2009-2010).
- Zagrożenia dla międzynarodowej konkurencyjności gospodarki jeszcze w fazie powstawania bąbla spekulacyjnego ze względu na wzrost jednostkowych kosztów pracy w następstwie:
  - wzrostu płac rozszerzającego się na całą gospodarkę;
  - wypaczenia alokacji zasobów (nadmierna ich część trafia do sektora budownictwa, charakteryzującego się stosunkowo niską wydajnością).

Przykładami takiej utraty konkurencyjności w następstwie boomu kredytowego na rynku nieruchomości są Hiszpania i Irlandia w pierwszej dekadzie obecnego wieku

# Szczególne zagrożenia związane z kryzysami na rynkach nieruchomości

- Możliwość wystąpienia tzw. recesji bilansowych

# Recesje bilansowe

- Mianem recesji bilansowej określana jest recesja spowodowana pęknięciem, finansowanego kredytem, bąbla spekulacyjnego na rynku nieruchomości lub aktywów (np.. akcji). W konsekwencji dochodzi do załamania się bilansów szerokiej rzeszy podmiotów prywatnych, które zmuszone są do spłacania zaciągniętych długów z bieżących dochodów, co wywołuje chroniczną słabość popytu krajowego. Drastyczne pogorszenie się jakości portfela kredytowego powoduje z kolei problemy bilansowe w bankach, ograniczające ich możliwości rozwijania akcji kredytowej.
- O ile w typowej recesji podmioty gospodarczej nadal kierują się maksymalizacją zysku, to w recesji bilansowej głównym celem staje się zmniejszenie długu, czyli tzw. delewarowanie.

# Recesje bilansowe

- - sektor prywatny zaciąga na dużą skalę kredyty na zakup nieruchomości i/lub aktywów finansowych;
- - prowadzi to do narastania bąbli spekulacyjnych na tych rynkach;
- - w końcu dochodzi do pęknięcia tych bąbli, a więc gwałtownego załamania się cen nieruchomości i/aktywów;
- - wobec spadku cen nabytych nieruchomości lub aktywów i braku możliwości refinansowania zaciągniętych kredytów, uczestnicy życia gospodarczego muszą je spłacać z bieżących dochodów, co powoduje chroniczną słabość popytu krajowego;

# Recesje bilansowe

- - pogorszenie się jakości portfela kredytowego banków powoduje ich rosnące straty. Jeżeli banki nie zdołają pozyskać dodatkowego kapitału ze źródeł prywatnych lub publicznych, to zmuszone są do ograniczenia akcji kredytowej nawet dla kredytobiorców, którzy nadal mają zdolność kredytową;
- - wzrost oszczędności sektora prywatnego, wymuszony spłatą długów, w połączeniu z ograniczeniem akcji kredytowej banków wpędza gospodarkę w recesję, gdyż znaczna część dochodów nie przekształca się w popyt efektywny (środki trafiające do banków ze spłacanych kredytów nie są przez banki pożyczane innym podmiotom);

# Recesje bilansowe

- - w tych okolicznościach nieskuteczna okazuje się konwencjonalna polityka pieniężna prowadzona w czasie typowych recesji. Ani obniżki stóp procentowych czy stopy rezerwy obowiązkowej, ani zwiększenie płynnych rezerw banków za pomocą operacji otwartego rynku nie przynoszą zamierzonych rezultatów w postaci wzrostu akcji kredytowej banków i podaży pieniądza. Te podmioty, które dążą do minimalizacji długu nie są skłonne do zaciągania nowych kredytów, niezależnie od tego, jak niskie byłoby ich oprocentowanie. Banki natomiast ograniczają akcję kredytową dla poszukujących kapitału wciąż jeszcze wiarygodnych kredytobiorców ze względu na własne problemy bilansowe oraz zmianę percepcji ryzyka kredytowego na znacznie bardziej pesymistyczną;
- - o ile nie dojdzie do bardzo zdecydowanej interwencji państwa, to recesja bilansowa może okazać się bardzo długotrwała, gdyż w przypadku pęknięcia spekulacyjnych mega bąbli, zwłaszcza na rynku nieruchomości, proces restrukturyzacji zadłużenia sektora prywatnego może zająć wiele lat (niekiedy nawet kilkanaście);

# Recesje bilansowe

- - grozi to wpadnięciem gospodarki w spiralę deflacyjno-stagnacyjną, co czyni sytuację jeszcze trudniejszą z co najmniej kilku powodów;
- - następuje opisane już przez Irvinga Fischera [1933] zjawisko deflacji długu, dodatkowo jeszcze pogarszające sytuację licznych poważnie zadłużonych podmiotów;
- - w warunkach utrwalających się oczekiwań deflacyjnych, nawet te podmioty, które nie są zadłużone zaczną odraczać w czasie swoje wydatki konsumpcyjne i inwestycyjne w oczekiwaniu na niższe ceny w przyszłości. Tym samym następuje dalszy spadek popytu krajowego;
- - jeszcze mniej skuteczna staje się konwencjonalna polityka pieniężna, gdyż trudno jest obniżyć nominalne stopy procentowe poniżej zera, a i tak, w wyrażeniu realnym, stopy te są dodatnie;
- - w rezultacie może się to przełożyć dla gospodarki dotkniętej taką recesją na straconą co najmniej dekadę, tak jak to miało miejsce w USA w latach 30 XX wieku i w Japonii po roku 1990.



# Szczególne trudności zapobiegania kryzysom na rynkach nieruchomości

- Wzrost cen nieruchomości, analogicznie jak na rynkach aktywów finansowych, nie ogranicza a raczej jeszcze stymuluje popyt.
- Dodatkowym problemem jest, iż władze często z dużym opóźnieniem reagują na zagrożenia wynikające z nadmiernej ekspansji kredytowej. Jest to psychologicznie uzasadnione, ponieważ do pewnego momentu wszyscy czerpią korzyści z tej sytuacji:
  - banki zarabiają na udzielanych kredytach,
  - wzrastają obroty i dochody firm budowlanych,
  - zwiększa się zatrudnienie w gospodarce,
  - posiadacze nieruchomości czują się bogatsi, bo ceny ich nieruchomości wzrastają, a zatem zwiększają swoje wydatki konsumpcyjne,
  - wzrost gospodarczy staje się coraz szybszy,
  - a to z kolei wpływa korzystnie na sytuację fiskalną.

**Dlatego politycy bardzo lubią boomy na rynkach nieruchomości i niełatwo jest ich przekonać do skutecznego przeciwdziałania im.**

# Sposoby zapobiegania kryzysom na rynkach nieruchomości

- Uwzględnianie przy prowadzeniu polityki pieniężnej również i sytuacji na rynku nieruchomości i reagowanie (poprzez zaostrenie tej polityki ) zanim bąbel spekulacyjny rozwinie się.
- Regulacje nadzorcze ograniczające nadmierną ekspansję kredytową w okresie dobrej koniunktury gospodarczej (jak pokazał przykład Hiszpanii nie jest to jednak łatwe do zrealizowania).
- Bardzo istotna jest niezależność instytucji nadzorczych (ze względu na wspomniane wyżej korzyści polityczne z boomów kredytowych na rynkach nieruchomości)
- Objęcie odpowiednimi regulacjami wszystkich instytucji udzielających kredyty hipoteczne.

# OBECNY ŚWIATOWY KRYZYS FINANSOWY

- Dotychczasowy przebieg
- Specyfika
- Geneza (przyczyny bezpośrednie i fundamentalne)
- Mechanizm
- Skutki dla gospodarki polskiej
- Perspektywy dalszego przebiegu
- Wnioski

# OBECNY ŚWIATOWY KRYZYS

## FINANSOWY - dotychczasowy przebieg

Obecny kryzys trwa już ponad 10 lat, to jest od sierpnia 2007 roku.

Zainicjowało go załamanie na amerykańskim rynku sub-standardowych kredytów hipotecznych, które, poprzez mechanizmy omówione w dalszej części wykładu, szybko przeniosło się na inne rynki finansowe.

W dotychczasowym przebiegu tego kryzysu można już wyraźnie wyodrębnić trzy fazy:

- pierwszą, która trwała do końca sierpnia 2008 r.
- drugą, od września 2008 r., kiedy to, po ogłoszeniu 14 września tego roku bankructwa amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers, kryzys zdecydowanie zaostrzył się .
- trzecią, od początku 2010 r. kiedy to rozpoczął się kryzys zadłużeniowy w strefie euro

# OBECNY ŚWIATOWY KRYZYS FINANSOWY – Faza pierwsza

- Wystąpił chroniczny kryzys płynności na międzybankowych rynkach pieniężnych.** Wynikał on z utraty wzajemnego zaufania uczestników tych rynków, ponieważ nikt do końca nie wiedział, co kto komu jest winien i czy jest w stanie oddać zaciągnięty dług. Sytuacja ta zmusiła banki centralne do wielokrotnego i dokonywanego na ogromną skalę zasilania banków w płynność.
- **W tym okresie kryzys koncentrował się jeszcze przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych.** Systematycznie zwiększała się tam liczba zagrożonych upadłością instytucji kredytowych, dochodząc w sierpniu 2008 r. do 117, a od początku tego roku do końca sierpnia zbankrutowało już 12 mniejszych banków komercyjnych. Poza Stanami Zjednoczonymi kryzys przejawiał się praktycznie tylko brakiem płynności na rynkach pieniężnych oraz spadkiem cen akcji na giełdach.
  - **Pomimo bardzo znacznych strat ujawnionych przez liczne duże instytucje finansowe praktycznie nie doszło do ich bankructw lub wymuszonych przejęć.** Wyjątkami od tej reguły były tylko amerykański bank inwestycyjny Bear Stearns i brytyjski bank hipoteczny Northern Rock. Pomoc banków centralnych potrzebna była ze względu na problemy z płynnością, a nie wypłacalnością banków.
  - **Instytucje finansowe, które poniosły bardzo duże straty i pilnie potrzebowały dokapitalizowania były w stanie je uzyskać bez pomocy władz publicznych.**

# OBECNY ŚWIATOWY KRYZYS FINANSOWY – Faza druga

- Kryzys zaostrzył się nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale rozprzestrzenił się na instytucje finansowe w innych krajach, w tym zwłaszcza w Europie. Liczne amerykańskie i europejskie duże instytucje finansowe zaczęły mieć problemy z wypłacalnością.

# OBECNY ŚWIATOWY KRYZYS FINANSOWY – Faza druga

**W pierwszej kolejności ofiarami kryzysu okazały się wielkie amerykańskie banki inwestycyjne**, nie posiadające własnej bazy depozytowej i silnie uzależnione od finansowania zewnętrznego, często krótkoterminowego.

Spośród piątki wielkich amerykańskich banków inwestycyjnych dwa zostały przejęte przez banki komercyjne (Bear Stearns przez JP Morgan Chase – jeszcze w marcu 2008 r., a Merrill Lynch przez Bank of America), a trzeci, Lehman Brothers, zmuszony został do ogłoszenia upadłości.

W połączeniu ze zgodą Rezerwy Federalnej na przekształcenie się dwóch pozostałych wielkich banków inwestycyjnych, Morgan Stanley i Goldman Sachs, w holdingi finansowe, oznacza to koniec amerykańskiej bankowości inwestycyjnej w takiej postaci, w jakiej istniała ona przez ostatnie 75 lat.

# OBECNY ŚWIATOWY KRYZYS FINANSOWY – Faza druga

- Kryzys płynności na rynkach pieniężnych zaostriżył się do tego stopnia, iż oprócz zasilania banków w płynność przez banki centralne wiele krajów zdecydowało się na wprowadzenie rządowych gwarancji dla pożyczek udzielanych sobie przez banki na rynku międzybankowym.



# OBECNY ŚWIATOWY KRYZYS FINANSOWY – Faza druga

Ogromne środki publiczne przeznaczone zostały na ratowanie instytucji finansowych zagrożonych niewypłacalnością. Pakiety ratunkowe, idące już w biliony dolarów, obejmowały wykup „złych” aktywów, pomoc kredytową, a nawet przejściową nacjonalizację.

# OBECNY ŚWIATOWY KRYZYS FINANSOWY – Faza druga

- Do końca 2008 r. z pomocy Państwa skorzystać musiały tak znane instytucje finansowe jak:
  - AIG (USA) - 85 mld USD i 150 mld USD;
  - Fortis Bank (Holandia, Belgia, Luksemburg) - 11,2 mld EUR, a następnie przejściowa nacjonalizacja;
  - Hypo Real Estate (Niemcy) - 50 mld EUR;
  - Citigroup (USA) - 25 mld USD i 20 mld USD (plus gwarancje na ponad 300 mld USD);
  - JP Morgan Chase (USA) - 25 mld USD;
  - Bank of America (USA) - 20 mld USD;
  - UBS (Szwajcaria) - 3,9 mld EUR;
  - ING (Holandia) - 10 mld EUR;
  - BNP Paribas (Francja) - 2,55 mld EUR.

# OBECNY ŚWIATOWY KRYZYS FINANSOWY – Faza druga

- W obawie przed ewentualną paniką bankową kilka krajów (Irlandia, Grecja, Niemcy, Austria) ogłosiło 100%-owe gwarancje rządowe dla wszystkich depozytów bankowych, a prawie wszystkie kraje znacznie zwiększyły kwoty depozytów objętych gwarancjami.

# OBECNY ŚWIATOWY KRYZYS FINANSOWY – Faza druga

- Drastyczny wzrost awersji do ryzyka i związane z tym masowe wycofywanie kapitału ze wszystkich tzw. rynków wschodzących sprawiło, że pomoc finansowa zaczęła być potrzebna już nie tylko poszczególnym instytucjom finansowym, ale całym krajom.
- Amerykańska Rezerwa Federalna postawiła do dyspozycji 30 bln USD, w postaci swapów walutowych, czterem dużym gospodarkom wschodzącym: Meksykowi, Brazylii, Płd. Korei i Singapurowi .
- W drugiej połowie października 2008 r. o pomoc finansową do Międzynarodowego Funduszu Walutowego zwróciły się Islandia, Białoruś, Ukraina, Węgry i Pakistan. W listopadzie podobnie postąpić musiała Łotwa, a w styczniu 2009 r. Serbia.

# OBECNY ŚWIATOWY KRYZYS FINANSOWY – Faza druga

- Kryzys finansowy pociągnął za sobą kryzys gospodarczy. W ogromnej większości krajów na całym świecie wystąpiła recesja.

# OBECNY ŚWIATOWY KRYZYS FINANSOWY – Faza trzecia

- Patrz slajdy 80-84

# Dlaczego ten kryzys jest szczególny?

- Kryzysy finansowe były i będą.
- Podobnie i recesje, gdyż gospodarka rynkowa ,ze swojej istoty, rozwija się w sposób cykliczny.

# Dlaczego ten kryzys jest szczególny?

Barry Eichengreen i Michael Bordo doliczyli się:

- 38 kryzysów finansowych między 1945 r. i 1971r.
- 139 kryzysów finansowych między 1971 r. i 1997 r.



# Dlaczego ten kryzys jest szczególny?

Stosunkowo niedawno miały miejsce kryzysy finansowe wykazujące wiele podobieństw z obecnym kryzysem:

- W krajach skandynawskich na początku lat 90' ubiegłego wieku.
- W Japonii w latach 90' ubiegłego wieku.

# Dlaczego ten kryzys jest szczególny?

- Ponieważ ma charakter globalny.
- Ponieważ skala nierównowag, która do niego doprowadziła była wyjątkowa duża.
- Ponieważ rozpoczął się od kryzysu finansowego, który pozostaje sprzężony z kryzysem gospodarczym.

# Jak mogło do tego dojść?

- Bezpośrednie przyczyny kryzysu dają się dość łatwo zidentyfikować.
- Są nimi ujemne strony globalizacji rynków finansowych

# Bezpośrednie przyczyny kryzysu

- Obecny kryzys stanowi podręcznikowym wręcz przykład skutków, zarówno negatywnych jak i pozytywnych, globalizacji rynków finansowych. Tym samym po raz pierwszy w praktyce mamy do czynienia z frapującym testem na to, które z tych czynników przeważają.

# Bezpośrednie przyczyny kryzysu

## NEGATYWNE SKUTKI GLOBALIZACJI

- szybkie rozprzestrzenienie się na wszystkie główne światowe rynki finansowe kryzysu początkowo typowo lokalnego.
- kolejne „wtórne” wstrząsy, do których dochodziło na poszczególnych rynkach finansowych także pociągały za sobą prawie natychmiastowe i poważne reperkusje na innych, często bardzo odległych, rynkach.
- sprzyjające warunki dla występowania pokusy nadużycia (moral hazard) i to na różnych szczeblach: przede wszystkim nie bankowych instytucji finansowych udzielających kredytów hipotecznych na rynku subprime, ale najprawdopodobniej również i instytucji nadzorujących rynki finansowe w USA, a nawet polityków amerykańskich, za których przyzwoleniem rynek kredytów hipotecznych w tym kraju mógł tak funkcjonować.
- brak przejrzystości wielu rynków finansowych w następstwie po pierwsze stosowania niezwykle skomplikowanych i trudnych do wyceny instrumentów finansowych, a po drugie niedostatecznych wymogów ich ewidencjonowania.

# Bezpośrednie przyczyny kryzysu

Nie należy jednak zapominać, iż wcześniej, przez co najmniej kilkanaście lat gospodarka światowa odnosiła korzyści z takich zalet globalizacji finansowej jak:

- Optymalizacja alokacji zasobów w skali całej gospodarki światowej.
- Rozwój licznych płynnych i efektywnie funkcjonujących rynków finansowych

# Inne bezpośrednie przyczyny kryzysu

- Zbyt ekspansywna polityka pieniężna. Inflacja co prawda pozostawała niska (prawdopodobnie dzięki pozytywnym efektom globalizacji), ale niskie stopy procentowe i szybko rosnąca podaż pieniądza sprzyjały powstawaniu bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów (patrz kolejne slajdy);
- Nadmierne koncentrowanie się przez instytucje finansowe na maksymalizacji krótkoterminowych zysków dla akcjonariuszy;
- Niedostatki regulacji rynków finansowych;
- Słabości nadzoru właścicielskiego nawet w największych instytucjach finansowych.

# Inne bezpośrednie przyczyny kryzysu – zbyt ekspansywna polityka pieniężna

- Od początku 1993 r. do połowy 2007 r. nominalny PKB USA zwiększył się dwukrotnie a indeks cen akcji Dow Jonesa aż czterokrotnie (!).
- W tym samym okresie indeks inflacji w USA wykazał wzrost o 50%, a ceny nieruchomości wzrosły prawie o 100%.



Inne bezpośrednie przyczyny kryzysu –  
szczególne problemy z bąblami spekulacyjnymi

- W przeciwieństwie do rynków towarów i usług wzrost cen aktywów nie ogranicza popytu, ale go wręcz stymuluje.
- Banki centralne zwracały uwagę głównie na zmiany cen towarów i usług.
- Wzrost cen aktywów działa – również na rządzących – jak narkotyki.

# Fundamentalne przyczyny kryzysu

Ogromna różnorodność poglądów:

- od tezy o ostatecznym fiasku gospodarki rynkowej;
- poprzez rozmaite teorie spiskowe (np. Naomi Klein – liberalizacja, deregulacja i globalizacja to spisek wielkich korporacji i polityków);
- po twierdzenia, iż zawiniły ingerencje państwa w niezawodny mechanizm rynkowy

# Fundamentalne przyczyny kryzysu – konceptcje bardziej wyważone

- Połączenie nadmiernej ingerencji państwa w mechanizm rynkowy z niedostatkami regulacji i nadzoru.
- Hyman Minsky- teza o immanentnej niestabilności rynków finansowych.
- Zygmunt Bauman – szersze ujęcie mające zastosowanie również i do gospodarki, a także i rynków finansowych.

# Połączenie nadmiernej ingerencji państwa w mechanizm rynkowy z niedostatkami regulacji i nadzoru

- Polityka fiskalna i pieniężna ograniczająca wahania produkcji i inflacji stworzyła sztucznie stabilne warunki gospodarowania.
- Gra rynkowa interpretowana jako rozgrywka między chciwością i strachem straciła element strachu.
- Ryzyko przerzucone zostało na podatników.
- Powstało wrażenie nadmiernego bezpieczeństwa podczas gdy sieć bezpieczeństwa finansowego stawała się coraz bardziej dziurawa.

# Fundamentalne przyczyny kryzysu- teoria prof. Zygmunta Baumana

Dwie absolutnie podstawowe wartości bez których godne i sensowne ludzkie życie jest niemożliwe:

- wolność,
- bezpieczeństwo.

# Fundamentalne przyczyny kryzysu- teoria prof. Zygmunta Baumana

- Bezpieczeństwo bez wolności to zniewolenie.
- Wolność bez bezpieczeństwa to anarchia, nieustający niepokój i strach.
- Dopiero razem wartości te tworzą godziwe życie.

# Fundamentalne przyczyny kryzysu- teoria prof. Zygmunta Baumana

- Znalezienie złotego środka między wolnością i bezpieczeństwem okazuje się praktycznie niemożliwe.
- Dlatego też wahadło odchyła się nadmiernie to w jedną to w drugą stronę.

# Fundamentalne przyczyny kryzysu- teoria prof. Zygmunta Baumana

- Doświadczenia Wielkiego Kryzysu i II wojny Światowej powodowały zwiększoną potrzebę bezpieczeństwa, co przełożyło się na znaczny stopień regulacji gospodarki po 1945 r.
- W miarę zacieranie się tych złych wspomnień, sztywny gorset regulacji wydawał się coraz bardziej krępujący dla ludzkiej przedsiębiorczości, co stało się motorem liberalizacji, deregulacji, prywatyzacji i globalizacji począwszy od lat 70' ubiegłego wieku.
- Wahadło odchyliło się jednak zbyt daleko umożliwiając podejmowanie nadmiernego ryzyka, powstawanie spekulacyjnych megabąbli, a nawet występowanie ewidentnych nadużyć.



# MECHANIZM WYBUCHU OBECNEGO KRYZYSU

Głównym źródłem zaburzeń na światowych rynkach finansowych był kryzys na amerykańskim rynku sub-standardowych kredytów hipotecznych (subprime). Warto zauważyć, że w tym przypadku określenie sub-standardowe uznać można za eufemizm, gdyż często były to kredyty udzielane osobom nie mającym w ogóle zdolności kredytowej.

To właśnie takich kredytobiorców określono terminem NINJA (No Income, No Job, No Assets).

# MECHANIZM WYBUCHU OBECNEGO KRYZYSU

- Wartość kredytów hipotecznych subprime zwiększyła się ze 190 mld USD w 2002 r. do ok. 700 mld USD w 2007 r.
- Tym samym udział tych kredytów w całym amerykańskim rynku kredytów hipotecznych zwiększył się z 8,6% do ponad 20%.
- Z kolei udział kredytów subprime podlegających sekurytyzacji zwiększył się w tym okresie z ok. 50% do ponad 80%.

# MECHANIZM WYBUCHU OBECNEGO KRYZYSU

Dlaczego amerykańskie nie bankowe instytucje finansowe udzieliły takich sub-standardowych kredytów hipotecznych aż na kwotę blisko 700 mld USD, skoro jedynym ich zabezpieczeniem był wzrost cen nieruchomości, który nie mógł trwać wiecznie?

- Po pierwsze, dlatego, iż mogły tak postąpić, nie będąc objęte nadzorem bankowym. Rezerwa Federalna aż do wybuchu kryzysu w 2007 r. nie korzystała z możliwości, jakie dawała jej ustawa z 1994 r. zobowiązująca FED do przeciwstawiania się wszelkim nieuczciwym, oszukańczym i agresywnym (unfair, deceptive and predatory) praktykom kredytowym zarówno w bankach jak i instytucjach nie bankowych;

- Po drugie, ponieważ dzięki globalizacji i inżynierii finansowej mogły one pozbyć się ryzyka związanego z tymi kredytami odsprzedając je tworzonym przez banki fundusze sekurytyzacyjnym.

# MECHANIZM WYBUCHU OBECNEGO KRYZYSU

- Fundusze sekurytyzacyjne, dzięki wykorzystaniu instrumentów zwanych CDO (Collateralized Debt Obligations), przekształcają rozmaite kredyty w instrumenty dłużne sprzedawane następnie inwestorom. Fundusze sekurytyzacyjne skupują rozmaite kredyty i następnie określona pula nabytych na rynku wtórnym wierzytelności stanowi zabezpieczenie emitowanych papierów wartościowych (CDO).

# MECHANIZM WYBUCHU OBECNEGO KRYZYSU

- Fundusze sekurytyzacyjne, dzięki wykorzystaniu instrumentów zwanych CDO (Collateralized Debt Obligations), przekształcały te kredyty sub-standardowe w instrumenty o ratingu inwestycyjnym. Było to możliwe dzięki temu, że fundusze sekurytyzacyjne skupowały nie tylko wierzytelności z tytułu sub-standardowych kredytów z amerykańskiego rynku hipotecznego, ale także mało ryzykowne wierzytelności np. z kart kredytowych czy kredytów samochodowych i dopiero cała ta pula nabytych na rynku wtórnym wierzytelności stanowiła zabezpieczenie emitowanych papierów wartościowych (CDO).

# MECHANIZM WYBUCHU OBECNEGO KRYZYSU

Cechą charakterystyczną CDO jest też to, iż emitowane są one w kilku, najczęściej trzech, transzach:

- o najniższym poziomie ryzyka (senior tranche),
- o średnim poziomie ryzyka (mezzanine tranche)
- o najwyższym poziomie ryzyka (equity tranche).

# MECHANIZM WYBUCHU OBECNEGO KRYZYSU

- W każdym okresie odsetkowym odsetki otrzymywane od całej puli kredytów stanowiących zabezpieczenie CDO wykorzystywane są najpierw do wypłaty kuponu posiadaczom najbezpieczniejszych papierów. Dopiero po zaspokojeniu tej grupy inwestorów odsetki otrzymują posiadacze transzy o średnim poziomie ryzyka. Wypłata odsetek kończy się opłaceniem posiadaczy transzy o najwyższym poziomie ryzyka.
- Te same zasady obowiązują przy zwrocie kapitału nabywcom CDO
- To właśnie ta kaskadowa struktura obsługi płatności przesądza o różnym poziomie ryzyka poszczególnych transz CDO

# MECHANIZM WYBUCHU OBECNEGO KRYZYSU

- Tym samym tranche senior mają na ogół bardzo wysoki rating, stosunkowo ( w porównaniu z pozostałymi transzami) niższe oprocentowanie i nabywane są przez renomowanych inwestorów instytucjonalnych,
- tranche mezzanine mają niższy rating, wyższe oprocentowanie i nabywane są przez innych inwestorów instytucjonalnych,
- natomiast tranche equity nie mają na ogół ratingu, ich oprocentowanie jest najwyższe i nabywane są głównie przez fundusze hedgingowe, a niekiedy również i przez banki będące właścicielami funduszy sekurytyzacyjnych.



# MECHANIZM WYBUCHU OBECNEGO KRYZYSU

- Taka konstrukcja CDO umożliwia z jednej strony przekształcenie amerykańskich kredytów sub-standardowych w instrumenty o ratingu inwestycyjnym,
- z drugiej jednak strony bardzo znaczna część emisji CDO (oceniana na ok. 2 bln USD) została „zainfekowana” wirusem z rynku subprime.
- Kiedy więc doszło do załamania na amerykańskim rynku sub-standardowych kredytów hipotecznych, kryzys bardzo szybko przeniósł się na rynek CDO. Spadek cen CDO był szczególnie gwałtowny ze względu na fakt, iż rynek tych instrumentów charakteryzuje się niską płynnością, jako że, ze swojej istoty, nie dają się one wystandaryzować.

# MECHANIZM WYBUCHU OBECNEGO KRYZYSU

- Straty poniosły przede wszystkim fundusze hedgingowe oraz banki będące właścicielami funduszy sekurytyzacyjnych.
- Kryzys płynnościowy wynikał natomiast z problemów, jakie zaczęły mieć z refinansowaniem się fundusze sekurytyzacyjne. Musiały one skorzystać z pomocy banków będących ich właścicielami, co w połączeniu z brakiem przejrzystości rynku CDO doprowadziło do ogólnej nieufności na rynkach pieniężnych.

# MECHANIZM WYBUCHU OBECNEGO KRYZYSU

Wciąż mniej znane pozostają mechanizmy przejścia kryzysu, począwszy od jesieni 2008 r., w jego drugą, jeszcze ostrzejszą fazę.

Za trafną chyba można uznać diagnozę, iż przesądziła o tym znacząca przecena dobrych aktywów znajdujących się w portfelach instytucji finansowych.

Obowiązujące zasady rachunkowości wymagają by wartość aktywów była księgowana zgodnie z ich aktualną wyceną rynkową (mark to market).

Okazało się, że większość instytucji finansowych jeszcze sobie jakoś radziła ze stratami generowanymi przez aktywa z góry uznawane za wysoce ryzykowne (jak omawiane wyżej CDO), ale nie była już w stanie wytrzymać sytuacji, gdy dodatkowo straty zaczęły przynosić także aktywa uznawane za całkiem bezpieczne.

# MECHANIZM WYBUCHU OBECNEGO KRYZYSU

- Dlaczego tak się stało? Wydaje się, że pierwotny impuls przyszedł znowu z amerykańskiego rynku nieruchomości. Kryzys na rynku subprime stopniowo rozprzestrzenił się na cały amerykański rynek nieruchomości, na którym spadek cen od września 2007 r. do września 2008 r. wyniósł 16%. W lecie 2008 r. rząd i Kongres USA musiały podjąć decyzję o udzieleniu pomocy finansowej dwóm największym na amerykańskim rynku hipotecznym instytucjom finansowym gwarantującym kredyty hipoteczne Fannie Mae i Freddie Mac, nieomal symbolom tego rynku. Gdy i to się okazało niewystarczające, we wrześniu rząd amerykański przejął pełną kontrolę nad tymi instytucjami, które dotąd miały status przedsiębiorstw sponsorowanych przez rząd (government sponsored enterprises – GSEs).
- Spowodowało to spadek cen rynkowych papierów wartościowych będących efektem sekurytyzacji w pełni prawidłowo udzielonych kredytów hipotecznych, a takich papierów bardzo dużo miały w swoich portfelach amerykańskie banki inwestycyjne. Dalej mieliśmy już do czynienia z typową reakcją łańcuchową. Zagrożone brakiem płynności instytucje finansowe zmuszone były do wyprzedaży swoich różnych dobrych aktywów, co pogłębiało spadek ich cen i jeszcze bardziej powiększało straty instytucji finansowych.

# Kolejne zagrożenia dla amerykańskiego rynku nieruchomości – kredyty z opcją ARM

- Kredyty hipoteczne z opcją ARM (adjustable-rate mortgage) dającą kredytobiorcom możliwość wyboru profilu spłat.
- Kredyty takie dają pożyczkobiorcom możliwość płacenia przez kilka (najczęściej pięć) pierwszych lat wyłącznie odsetek i to znacznie niższych od przewidzianych w umowie kredytowej. niespłacone odsetki są jednak dopisywane do kapitału, co oznacza „negatywną amortyzację”.
- Po zakończeniu okresu ulgowego płatności drastycznie zwiększają się, często o 60-80% w stosunku do wcześniejszego poziomu.
- Analogicznie jak w przypadku kredytów sub-standardowych produkt ten obliczony jest na wzrost cen nieruchomości, umożliwiając pożyczkobiorcom pozyskanie środków na zwiększoną obsługę kredytu

## Kolejne zagrożenia dla amerykańskiego rynku nieruchomości – kredyty z opcją ARM

- Kredytów z opcją ARM banki amerykańskie udzieliły, głównie w Kalifornii, na kwotę ok. 500 mld USD, a więc tylko niewiele mniej niż wynosiła wartość kredytów sub-standardowych.
- Ogromna większość kredytobiorców skorzystała z przysługującej im opcji.
- Ocenia się, że kumulacja końca okresu ulgowego i znacznego wzrostu obciążeń z tytułu obsługi tych kredytów przypadła na lata 2010-2011.
- Tym samym znacznie utrudnione stało się przezwyciężenie kryzysu na amerykańskim rynku nieruchomości.

# Dlaczego i nas objął ten kryzys?

- Kryzys nie tylko wasz, ale niestety i nasz.
- I to pomimo faktu, iż jego przyczyny były niewątpliwie głównie zewnętrzne.
- Chociaż teraz okazuje się, że i nam udało się wyprodukować nasze rodzime „toksyczne” instrumenty takie jak:
  - opcje walutowe,
  - swapy walutowo – procentowe (CIRS-y)
  - walutowe kredyty hipoteczne.

# Dlaczego i nas objął ten kryzys?

- Ponieważ Polska stanowi część globalnej gospodarki.
- Ponieważ na domiar złego nasz region stał się dość nieoczekiwanie jednym z epicentrow kryzysu i mało kto chciał zauważyć, że sytuacja w Polsce i Czechach dość istotnie różniła się od innych krajów regionu.



# Dlaczego i nas objął ten kryzys?

- Dlatego też transmisja impulsów kryzysowych do Polski następowała poprzez wszystkie możliwe kanały:
- Kanały finansowe:
  - giełdę papierów wartościowych,
  - rynek pieniężno- kredytowy,
  - kurs walutowy.
- Kanał realnej sfery gospodarki (głównie handlu zagranicznego)

# Skutki kryzysu dla polskiej gospodarki

- Polska była jedynym krajem Unii Europejskiej i jednym z nielicznych w całej gospodarce światowej, w którym nie doszło do recesji, a jedynie do znacznego spowolnienia wzrostu gospodarczego ( z 6,8% w 2007 r. i 5,1% w 2008 r. do 1,6% w 2009 r., ale już ok. 4,0-4,5% w 2010 i 2011 r.). W 2012 r. było to 2,0%, w 2013 r. 1,6%, a prognozy z końca tego roku wskazują na 3,2-3,4% w 2014 r.

# Dlaczego kryzys w Polsce przebiegał stosunkowo łagodnie?

- Relatywnie mała otwartość polskiej gospodarki na wymianę z zagranicą;
- „Renta zacofania” polskiego sektora finansowego;
- Duże zdolności adaptacyjne polskich przedsiębiorstw (zwłaszcza prywatnych);
- Znaczne, przejściowe, osłabienie się złotego pod koniec 2008 i w pierwszej połowie 2009 r.;
- Faktycznie (wbrew oficjalnym deklaracjom) dość ekspansywna polityka fiskalna zarówno przed kryzysem jak i w jego trakcie.

# A jak będzie w przypadku kolejnej fazy kryzysu?

- Które z wymienionych na poprzednim slajdzie czynników zadziałają?

# Skutki dla rynków finansowych

- Niewątpliwie dojdzie do zaostrzenia nadzoru i regulacji.
- Samoregulacje i brak nadzoru nad istotnymi segmentami rynku i instytucjami nie zdały egzaminu.
- Czy tylko wyeliminowane zostaną rzeczywiste braki i niedociągnięcia, czy też wahadło odchyli się w kierunku bardzo rygorystycznych regulacji?

# Wnioski

- Wnioski dotyczące przewyciężenia obecnego kryzysu.
- Wnioski dotyczące przeciwdziałania przyszłym kryzysom.

# Wnioski dotyczące przewyżnienia obecnego kryzysu

- W krótkim okresie rację wydają się mieć neokeynsiści - w warunkach kryzysowych niezbędna jest interwencja państwa (w szczególności ratowanie banków i niedopuszczenie do załamania się systemu finansowego, ale także i pakiety stymulacyjne oraz pomoc dla krajów dotkniętych kryzysem zadłużeniowym), a wszystko to, żeby nie dopuścić do głębokiego kryzysu gospodarczego porównywalnego z Wielkim Kryzysem.

# Wnioski dotyczące przewyżczenia obecnego kryzysu

- W dłuższym okresie rację trzeba przyznać ekonomii neoklasycznej : nadmiernie zadłużone podmioty zarówno prywatne jak i publiczne albo muszą zmniejszyć swoje zadłużenie i stać się wypłacalnymi albo muszą zbankrutować („twórcza destrukcja”).



# Wnioski dotyczące przewyciężenia obecnego kryzysu.

- Problemem może być znalezienie właściwej granicy między „krótkim” i „dłuższym” okresem i takie dokonanie tej zmiany w polityce gospodarczej, aby nie doprowadzić do głębokiego załamania gospodarki.
- Pomóc w tym mogą, omawiane dalej, reformy mające zapobiegać przyszłym kryzysom.

# Wnioski dotyczące przeciwdziałania przyszłym kryzysom.

- Odrzucone zostało nierealistyczne założenie o efektywności rynków finansowych i ich zdolności do samoregulacji.
- Zapewnienie stabilności rynków finansowych (czyli stabilności finansowej) wymaga prowadzenia aktywnej polityki stabilizacyjnej, a nie tylko „sprzątania po kryzysie” gdy już do niego dojdzie.

# Działania dla zapewnienia stabilności finansowej.

- O stabilności finansowej mówimy wtedy, gdy nie występują zaburzenia w funkcjonowaniu systemu pośrednictwa finansowego, które wpływałyby niekorzystnie na funkcjonowanie gospodarki.

# Działania dla zapewnienia stabilności finansowej.

- Za priorytetowe uważa się przeciwdziałanie ryzyku systemowemu w sektorze finansowym oraz procykliczności akcji kredytowej banków i towarzyszącym jej bąblom spekulacyjnym na rynkach aktywów (przede wszystkim nieruchomości i akcji).
- W tym kierunku idą najnowsze regulacje Komitetu Bazylejskiego (Bazylea III) i ich implementacja w Unii Europejskiej (pakiet regulacyjny CRD IV/CRR).

# Działania dla zapewnienia stabilności finansowej.

## **Inne kluczowe reformy powinny dotyczyć:**

- Wielkości instytucji finansowych;
- Konglomeratów finansowych;
- Systemu wynagrodzeń w instytucjach finansowych;
- Agencji ratingowych;
- Nadzoru finansowego;
- Sekurytyzacji;
- Rynków instrumentów pochodnych;
- Strefy euro.

Nie wszystkie regulacje wprowadzane w następstwie kryzysów są jednak właściwe

- Na przykład po pęknięciu bańki spekulacyjnej Kompanii Mórz Południowych w 1720 r. w Wielkiej Brytanii zakazano funkcjonowania spółek akcyjnych, a następnie handlu opcjami.

# Ryzyko systemowe w sektorze finansowym

## Przyczyny:

- Bardzo duże znaczenie największych instytucji finansowych dla całego systemu finansowego.
- Bardzo liczne i silne powiązania między różnymi instytucjami finansowymi.

# Procykliczność akcji kredytowej banków

- Procykliczność polega na wzmacnianiu cyklicznych wahań koniunkturalnych.
- Dzieje się tak ponieważ w okresach dobrej koniunktury banki udzielają coraz więcej kredytów, a gdy następuje recesja gwałtownie ograniczają udzielanie kredytów.



# Przyczyny procykliczności akcji kredytowej banków

- Mechanizm akceleratora finansowego.
- Problem asymetrii informacji.
- Procykliczność zmian kryteriów udzielania kredytów (m.inn. Hipoteza pamięci instytucjonalnej).

Dwie pierwsze przyczyny są akceptowane również i przez ekonomię neoklasyczną, gdyż nie są sprzeczne z teorią racjonalnych oczekiwań.

# Mechanizm akceleratora finansowego

## **Cykliczne zmiany:**

- Wartości zastawów,
- Wartości netto firm ubiegających się o kredyt.
- Współczynnika adekwatności kapitałowej banków.

# Hipoteza pamięci instytucjonalnej

## **Trzy szczeble:**

- Pracownicy banków,
- Kierownictwo banków,
- Zewnętrzni interesariusze (wierzyciele, udziałowcy, nadzorcy).

# Czynniki wpływające na skalę procykliczności akcji kredytowej banków

- Zakres i charakter regulacji instytucji kredytowych,
- Wielkość banków,
- Innowacje finansowe (sekurytyzacja i kredytowe instrumenty pochodne),
- Globalizacja międzybankowych rynków pieniężnych,
- Charakter oczekiwań (racjonalne czy adaptacyjne).

# Przeciwdziałanie procykliczności akcji kredytowej banków i towarzyszącym jej bąblom spekulacyjnym na rynkach aktywów

- Konieczne współdziałanie polityki monetarnej i polityki makroostrożnościowej (lub makrostabilizacyjnej)
- Instrumenty polityki makroostrożnościowej.
- Argumenty za i przeciw wykorzystywaniu polityki monetarnej.

# Różne podejścia do regulacji banków

- Polityka mikroostrożnościowa
- Polityka makroostrożnościowa
- Polityka makrostabilizacyjna

# Cele operacyjne polityki makroostrożnościowej

- Dynamika kredytów ( z uwzględnieniem również ich struktury).
- Relacja kredytów do PKB( z uwzględnieniem również ich struktury).
- Ceny nieruchomości.

# Instrumenty polityki makroostrożnościowej.

- Wymogi kapitałowe i płynnościowe zróżnicowane w czasie (w przebiegu cyklu koniunkturalnego) i w odniesieniu do poszczególnych instytucji finansowych (najwyższe dla instytucji o znaczeniu systemowym).
- Wskaźniki LTV (Loan To Value) oraz DTI (Debt To Income) też zmienne w przebiegu cyklu koniunkturalnego.
- Ważne jest, żeby o stosowaniu instrumentów makroostrożnościowych decydowała instytucja niezależna (najlepiej zatem bank centralny).



# Wielkość instytucji finansowych

- „Za duży, żeby (pozwolić mu) upaść”.
- Za duży, żeby efektywnie funkcjonować (a w szczególności skutecznie zarządzać ryzykiem).
- Duża siła polityczna i zdolność do skutecznego lobbingu.
- Podział możliwy byłby albo na drodze ustawodawstwa antymonopolowego albo odpowiednich uprawnień dla nadzoru finansowego.
- Główną przeszkodę stanowi lobbng banków.

# Konglomeraty finansowe

- Powstały finansowe hipermarkety
- Celowość powrotu do rozdzielania nie tylko bankowości komercyjnej i bankowości inwestycyjnej, ale i działalności ubezpieczeniowej czy instytucji typu funduszy hedgingowych.

# System wynagrodzeń w instytucjach finansowych

- Problemem jest nie tyle wysokość tych wynagrodzeń, co ich struktura tj. bardzo wysoki udział premii uzależnionych od wyników uzyskiwanych w krótkich okresach.
- Różne pomysły na zmianę tego systemu premiowania.
- Czy Państwo może ingerować w system wynagrodzeń w prywatnych firmach?

# Agencje ratingowe

- Problem konfliktu interesów.
- Problem niedostatecznej konkurencji.
- Propozycje rozwiązania tych problemów.

# Nadzór finansowy

- Problem jakości nadzoru (kwalifikacje pracowników, unikanie konfliktów interesów)
- Problem niezależności nadzoru.

# Sekurytyzacja

- Zmuszenie pośredników – banku inicjującego sekurytyzację i banków inwestycyjnych do zatrzymania części wyemitowanych papierów wartościowych.
- Wprowadzenie jednolitych standardów dla sekurytyzacji tak aby móc porównywać poszczególne emisje.
- Ograniczenie lub zakaz szczególnie złożonych form sekurytyzacji (CDO a zwłaszcza CDO do kwadratu czy do trzeciej potęgi) w przypadku których prawidłowa ocena ryzyka jest praktycznie niemożliwa.
- Lepszy nadzór nad jakością udzielanych kredytów, aby wyeliminować takie kredyty, które od początku do sekurytyzacji w ogóle się nie nadawały.

# Instrumenty pochodne

- Szczególne problemy z instrumentami pozagiełdowymi (OTC) i z instrumentami tzw. drugiej generacji (zwłaszcza pochodnymi kredytowymi).
- objęcie regulacjami wszystkich rynków instrumentów pochodnych lub przynajmniej wprowadzenie instytucji izb clearingowych (CCP – Central Clearing Party – Centralny Kontrparner) również i dla transakcji zawieranych na rynkach pozagiełdowych.
- Objęcie szczególnymi regulacjami lub nawet ograniczeniami rynku kredytowych instrumentów pochodnych.

# Strefa euro

- Unia walutowa nie może sprawnie funkcjonować bez unii fiskalnej lub przynajmniej bardzo skutecznej koordynacji polityki fiskalnej.
- Tym bardziej, że strefa euro tylko w ograniczonym stopniu spełnia klasyczne kryteria optymalnego obszaru walutowego (elastyczność cen i płac – zwłaszcza w dół oraz mobilność siły roboczej)