

*mgr Maciej F. Breksa*¹

doktorant, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Kto jest odpowiedzialny za kryzys finansowy z 2008 roku?

WSTĘP

W latach 2008–2013 globalna gospodarka zmuszona była radzić sobie ze skutkami światowego kryzysu, zapoczątkowanego pęknięciem bańki spekulacyjnej na rynku mieszkaniowym w USA z lat 2006–2007. Symbolicznie rozpoczął się on we wrześniu 2008 r. upadkiem banku Lehman Brothers powodując obniżenie wzrostu globalnego PKB ze średniego wzrostu 2,7% w latach 2000–2007 do -0,9 w 2009 roku [Jabłoński, 2013, s. 92]. W niniejszej pracy zostaje podjęta analiza czynników, które mogą być odpowiedzialne za powstawanie ww. bańki, jej wpływ na gospodarkę USA oraz opisany jest przebieg załamania gospodarczego.

EKONOMICZNE INTERPRETACJE KRYZYSÓW

Pojęcie kryzysu ekonomicznego może być używane wymiennie z kryzysem gospodarczym. Oznacza on długookresowy stan w gospodarce, charakteryzujący się bezrobociem, niskimi cenami, wymianą handlową oraz inwestycjami. Kryzys finansowy oznacza z kolei sytuację, podczas której aktywa finansowe znacząco tracą swoją wartość oraz występuje spadek zaufania pomiędzy wszystkimi podmiotami operującymi na rynku, począwszy od klientów, banków, inwestorów, poprzez pracowników i pracodawców, a kończąc na polityce gospodarczej rządu [Orłowski, 2010, s. 46]. Istnieją dwa zasadnicze poglądy dotyczące definiowania kryzysów finansowych, które są ogniskiem zapalnym kryzysów ekonomicznych². Pierwsze to podejście, reprezentowane przez monetarystów: Friedmana

¹ Adres korespondencyjny: e-mail: maciej.breksa@gmail.com

² Prócz przedstawionych definicji z literatury warto przedstawić bardzo nietypową interpretację kryzysu finansowego proponowaną przez Nouriel Roubini, znanego ekonomisty, któremu

i Schwartz, którzy utożsamiali kryzys finansowy z paniką banków. W myśl podejścia drugiego, prezentowanego przed Kindlebergera i Mishkina, kryzys finansowy zawiera w sobie spadek cen aktywów, upadek dużych finansowych i niefinansowych instytucji, deflację albo brak inflacji, zakłócenia kursów walutowych lub po prostu splot tych czynników. W opinii Frederica Mishkina kryzys finansowy to zakłócenie rynków finansowych na tak szeroką skalę, że nie jest możliwy przepływ środków finansowych w potencjalnie najbardziej dochodowe inwestycje [Mishkin, 1992, s. 2].

Przedstawiając przykłady kryzysów, nawet jeśli miały one miejsce na przestrzeni kilkunastu wieków szybkiego rozwoju cywilizacyjnego, zaobserwować można kilka zależności. We wcześniejszej fazie rozwoju naszej cywilizacji kryzys powstawał w momencie negatywnych skutków demograficzno-przyrodniczych. Innymi słowy, kryzysy wynikały głównie z uzależnienia gospodarki od czynników naturalnych, wpływających przykładowo na poziom dostępności żywności i wody, a także występowania chorób. Od średniowiecza widać natomiast, że kryzysy gospodarcze wynikające z kosztownych wojen w jednym kraju, mogą odbić się na drugim. Rosnące znaczenie Europy w XVI wieku oraz dynamicznie rozwijający się handel sprawił, że świat po raz pierwszy spotyka się z kryzysem wywołanym spekulacją. Patrząc z perspektywy historycznej widać, że globalizacja, a także postęp technologiczny zwiększający prędkość obiegu informacji, rozwój rynków finansowych i kapitałowych, spowodował, że kryzysy nie tylko występują częściej, ale również mają charakter globalny. Przykładowo pomiędzy latami 1300–1799 na świecie wystąpiło jedynie 19 kryzysów, a w ciągu kolejnych 150 lat ich częstotliwość zwiększyła się prawie sześć razy, podczas gdy współcześnie przyjmuje się, że kryzys ma miejsce średnio co 3 lata [Łaszkiwicz, 2009].

Badania nad kryzysami zapoczątkował Adam Smith. Badania te z punktu demograficzno-ekonomicznego były kontynuowane przez Thomasa Malthusa oraz Davida Ricardo [Walsh, 2008; Rees-Mogg, 2009]. Istotnym elementem w zrozumieniu przyczyn powstawania kryzysów były badania, prowadzone w połowie XIX wieku przez Clémenta Juglara, zwanego również ojcem teorii wahań koniunkturalnych, które w latach późniejszych były również przedmiotem analizy Josepha Schumpetera, Hymana Minsky'ego, Nikołaja Kondratieffa, Simona Kuznetssa oraz Josepha Kitchina [Besomi, 2012, s. 5; Eichengreen, 2010; Kąsek, Lubiński, 2010, s. 7; Korotayev, Tsirel, 2010, s. 10; Wolfson, 2002, s. 393]. Z kolei najśłynniejsza i niekończąca się debata dotycząca przyczyn po-

przypisuje się przewidzenie załamania z 2008 roku. Przedstawia on kryzys finansowy jako wydarzenie, które zmusza polityków i rządzących do spędzenia długiego weekendu, starając się desperacko ogłosić nowy program pomocy, by uniknąć narodowej i światowej paniki przed otwarciem rynku w poniedziałek [Weisenthal, 2010].

wstawania, a także metod przewyższania kryzysów była prowadzona pomiędzy poglądami Friedricha Augusta von Hayeka, reprezentującym Szkołę Austriacką, promującą gospodarkę wolnorynkową i Johna Maynarda Keynesa – zwolennikiem interwencjonizmu [Fleetwood, 2007, s. 247; Winn, 2005; Tyler, 1993, s. 39; Cate, 1981, s. 1132].

Badaniami nad kryzysami gospodarczymi zajmowali się również ekonomiści, tacy jak: Friedman i Schwarz oraz Epstein, Ferguson, Anderson, Shughart czy Tollison [Wheelock, 1992, s. 2]. Wśród współczesnych ekonomistów istotny wkład w rozumieniu powstawania kryzysów, a także radzenia sobie z nimi miał Robert Lucas, który wprowadził „racjonalność oczekiwania” jako element wpływający na decyzje podmiotów gospodarczych, Frederic S. Mishkin zwracający uwagę na asymetrię informacji jako powód powstawania kryzysów oraz Ben Bernanke wyjaśniający korzyści znacznego zadłużania USA [Lucas, 1972, s. 103–124; Syll, 2013; Mishkin, 1991, s. 71; Bernanke, 2005; Roach, 2005]. Z drugiej strony, analizując załamania gospodarcze, które wystąpiły na przestrzeni ostatnich ośmiu stuleci, Kenneth Rogoff i Carmen Reinhart podkreślili analogię „tym razem jest inaczej” polegającą na przekonaniu rządów oraz ekonomistów, że są mądrzejsi, zachowują się lepiej od ich poprzedników oraz wyciągnęli wnioski z przeszłości [Reinhart, Rogoff, 2009, s. 34].

CHARAKTERYSTYKA ORAZ PRZEBIEG KRYZYSU Z LAT 2007–2013 NA PRZYKŁADZIE USA

PRZYCZYNY

Kryzys z pierwszej dekady XXI wieku nie został wywołany przez czynniki zewnętrzne, lecz był efektem globalnych nierównowag, których kumulacja nastąpiła w sercu globalnego systemu finansowego – Stanach Zjednoczonych [Flejterski, 2010, s. 137]

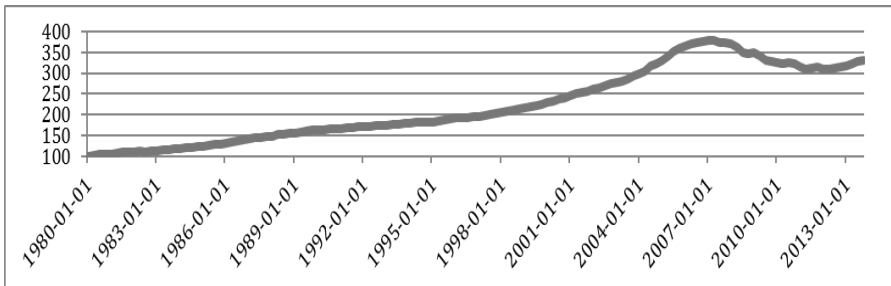
Wymienić można cały szereg ich przyczyn. Po pierwsze przyczyniła się do niego nierównowaga finansowa, narastająca od lat 90. XX wieku. Była ona skutkiem poluzowania instytucjonalnych ram rynków finansowym w USA, zapoczątkowanych na przełomie lat siedemdziesiątych i osiemdziesiątych ubiegłego wieku za administracji prezydentów Jimmiego Cartera i Ronalda Reagana, a następnie kontynuowana przy wsparciu szefa FED Allana Greenspana [Orłowski, 2011, s. 28; Gilani, 2010].

Do kryzysu przyczyniły się także zbyt niskie stopy procentowe, utrzymujące się już od roku 2000, skutkujące nadmierną podażą pieniądza co wpływało na zbyt dynamiczny wzrost kredytów, rozrost systemu finansowego i stworzyło

„bańki” na rynkach: nieruchomości, surowcowym i giełdowym [Allison, 2012; Kraay, Ventura, 2005, s. 462; Taylor, 2010, s. 13; Prescott, 2010, s. 2–20].

Kolejnym źródłem kryzysu był zapewne brak możliwości poprawnej oceny oraz umiejscowienia przez agencje ratingowe i instytucje finansowe ryzyka, związanego z aktywami finansowymi w kontekście zabezpieczeń oraz wiara inwestorów, że poprzez matematyczne modele jego szacowania ryzyka, jak i zakup instrumentu zabezpieczającego może być ono całkowicie wyeliminowane [Orłowski, 2011, s. 63; Taylor, 2010, s. 39]. Ryzyko to zostało zwiększone przez jego koncentrację w najmniej przejrzystym i kontrolowanym segmencie systemu finansowego, jakim są banki inwestycyjne i następnie spotęgowane przez ich nadmierne zadłużanie się [Rosati, 2010, s. 196].

Tani pieniądz w połączeniu z amerykańskim stylem życia, polegającym na kupowaniu na kredyt oraz chęci posiadania nieruchomości, tzw. „American Dream”, spowodował, że wartość kredytów oraz innych pożyczek zaczęła rosnąć w nadmiernie szybkim tempie. Podaż kapitału zapewniał gigantyczny deficyt obrotów handlowych pomiędzy USA a Chinami, który w latach 1992–2006 wzrósł z 33 do około 300 miliardów dolarów [Żyżyński, 2010, s. 28]. Innymi słowy, chińska nadwyżka finansowa lokowana była na amerykańskim rynku finansowym, zapewniając jej stały zastrzyk kapitału. W latach 2000–2007 zadłużenie gospodarstw domowych z tytułów kredytów hipotecznych w USA wzrosło z 4821 do 10 540 miliardów dolarów, czyli więcej niż dwukrotnie, a w relacji do PKB oznaczało przyrost z ok. 49% do 76% PKB [Rosati, 2010, s. 105]. Spowodowało to rozrost ryzykownych kredytów „subprime” jako składnika tzw. MBS (*mortgage-backed securities*), czyli papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami hipotecznymi, z 5,6% w 2001 do 20% w 2006, które stanowiły 600 miliardów z niemal 3 trylionów dolarów [Nesvetailova, 2010, s. 25]. Zapotrzebowanie na kapitał instytucji kredytujących sprzedaż nieruchomości spowodowało, że emitowały one papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych, których z racji nakręcającej się koniunktury zaczęto udzielać z coraz mniejszą ostrożnością, zwiększając ryzyko przysłonięte teoretycznie wiarygodnym i dobrze zabezpieczonym instrumentem. Przykładami zabezpieczeń może być instrument CDS (*Credit Default Swap*), którego wartość pomiędzy 2000 a 2007 rokiem wzrosła z 1 do 45 bilionów USD [Orłowski, 2011, s. 63]. Wszelakiego typu instytucje finansowe dały wiarę, że można opierać się na matematycznych założeniach szacowania ryzyka zabezpieczając się instrumentami pochodnymi czy CDSami, które miały być gwarantem realizacji zobowiązania w przypadku niewypłacalności dłużnika. Szacuje się, że tempo wzrostu gospodarczego wywołanego boorem mieszkaniowym i wzrostem zadłużenia gospodarstw domowych wyniosło w USA około 1% PKB, podczas gdy w Wielkiej Brytanii 1,5% czy 0,6% w strefie euro [Artus, Virard, 2010, s. 30].



Rysunek 1. House Price Index dla USA (1980–2013, 1980=100)

Źródło: Federal Reserve Bank of St. Louis, <http://research.stlouisfed.org/> (dostęp: 20 marzec 2014).

Z perspektywy globalnej, kluczową przyczyną powstania kryzysów był gwałtowny rozrost globalnych rynków finansowych. W latach 1990–2007, wartość depozytów bankowych wzrosła z 86% do 102% globalnego PKB, obligacji z 86% do 138%, a wartość akcji giełdowych z 45% do 114% [Orłowski, 2011, s. 28]. Napływ taniego kapitału był również widoczny na giełdzie. Popyt na akcje znacznie przekraczał podaż, co skutkowało znacznymi wzrostami akcji, oderwanymi od dynamiki wzrostu PKB oraz zysków spółek. Przykładowo Dow Jones Industrial Average pomiędzy końcem 1990 a 2000 rokiem wzrósł o ponad 400% [Szablewski, 2009, s. 44]. Najbardziej spektakularny rozrost widać jednak na instrumentach pochodnych, których wartość na początku lat 90. była równa globalnemu PKB, podczas gdy w 2007 r. już jego dziesięciokrotnością [Szablewski, 2009, s. 28]. Wydaje się oczywiste, że rozrost instrumentów pochodnych stworzył możliwość zabezpieczenia jednej inwestycji drugą, jednak spowodował, że nie wiadomo było, jakie jest tak naprawdę jego pierwotne zabezpieczenie, a brak ewentualnego niewywiązania się z umowy powodował momentalny wpływ na oparte na nich inwestycje i efekt domina.

PRZEBIEG

Chociaż dzień 15 września 2008 r. uważa się na symboliczną datę rozpoczęcia najbardziej rozległego od czasu Wielkiej Depresji globalnego kryzysu finansowego, kiedy to ogłosił upadłość jeden z największych banków inwestycyjnych w USA – Lehman Brothers, to za realny okres jego powstania należy uznać pęknięcie bańki spekulacyjnej na rynku mieszkaniowym w USA w latach 2006–2007 [Albiński, 2014, s. 20]. Gwałtowny wzrost cen nieruchomości, który był oderwany od rzeczywistości gospodarczej nie mógł trwać długo. Widząc rosnącą inflację, FED pod koniec 2006 roku rozpoczął podwyżkę stóp procentowych, co zwiększyło zobowiązania odsetkowe kredytobiorców oraz pogorszyło atrakcyjność nieruchomości jak i inwestycji. W związku z faktem, że kredyty były na szeroką skalę udzielane osobom nazywanym „NINJA” – „no income”, „no job”,

„no assets”; podniesienie kosztów obsługi zadłużenia spowodowało, że nie były one w stanie spłacać kredytów, co skutkowało przejmowaniem hipoteki przez banki. Co więcej, w 2007 roku w USA po raz pierwszy od końca lat sześćdziesiątych wystąpił spadek cen nieruchomości, natomiast liczba niesprzedanych domów przekroczyła 4 miliony [Artus, Virard, 2010, s. 28]. John Taylor wyjaśnia, że wzrost ceny mieszkań jest odwrotnie skorelowany do odsetek opóźnień i niewypłacalności, tłumacząc że gdy ceny nieruchomości spadają, zmniejsza się również motywacja, by spłacać raty [Taylor, 2010, s. 36]. Podobne zjawisko było widoczne również w Europie. Spadek cen nieruchomości uruchomił spiralę strachu oraz mechanizmy kryzysowe. Instytucje finansowe, które posiadały w swoich portfelach teoretycznie zabezpieczone papiery wartościowe oparte o kredyty hipoteczne, w praktyce zaczęły ponosić straty, jako że skomplikowane struktury ich zabezpieczenia zakładały jedynie wzrost cen nieruchomości.

W lipcu 2007 r. bankructwa ogłosiły dwa fundusze hedgingowe banku Bear Stearns, które w swoich portfelach posiadały 20 miliardów USD ryzykownych papierów dłużnych, opartych na kredytach hipotecznych typu „subprime”, podczas gdy inne instytucje finansowe zaczynają ponosić coraz większe straty [Kelly, Ng, Reilly, 2007]. Rok 2008 przynosi jeszcze głośniejsze wołania o pomoc rządu USA. Na początek ratuje on Fannie Mae i Freddie Mac, dwa państwowe giganty udzielające kredyty hipoteczne. Niedługo później jeden z największych banków inwestycyjnych Lehman Brothers również prosi o pomoc, jednak rząd USA uważa, że jest to instytucja, która jest zbyt duża by upaść („too big to fail”), dlatego zwleka z pomocą finansową jednocześnie nakłaniając inne instytucje finansowe do wsparcia banku. Z racji, że nie są one zainteresowane pomocą Lehman Brothers, licząc swoje straty, bank pozbawiony alternatyw ogłasza upadłość 15 września [Hoshi, Kashyap, 2008, s. 6]. Powoduje to załamanie rynku międzybankowego, jako że instytucje finansowe przestają sobie ufać co gwałtownie rozszerza panikę, na skutek czego spadki zanotowały wszystkie światowe giełdy, a drożeją natomiast instrumenty typu CDS. Strach i brak zaufania na rynku międzybankowym był tak duży, że FED i inne banki centralne na świecie zamiast pełnić rolę pożyczkodawcy ostatecznej instancji, zaczęły być jedynym pożyczkodawcą [Pawłowicz, 2009, s. 58]. Straty w sektorze bankowym połączone z obawą o nadchodzący kryzys i jego globalne skutki były tak poważne, że rząd USA zdecydował się pospiesznie interweniować. Na początek uratował największe amerykańskie przedsiębiorstwo ubezpieczeniowe AIG. W celu wprowadzenia dodatkowej płynności na rynkach finansowych oraz poprawy sytuacji, pod koniec września 2008 roku powstaje plan wykupu złych długów, znany jako „Emergency Economic Stabilization Act” albo Plan Paulsona, od sekretarza skarbu USA, formalnie nazwany „Troubled Asset Relief Program” (TARP). Plan zakładał skup tzw. złych aktywów, czyli długów udzielonych przez bank, które były niemożliwe do spłacenia, a kwota ich oscylowała wokół

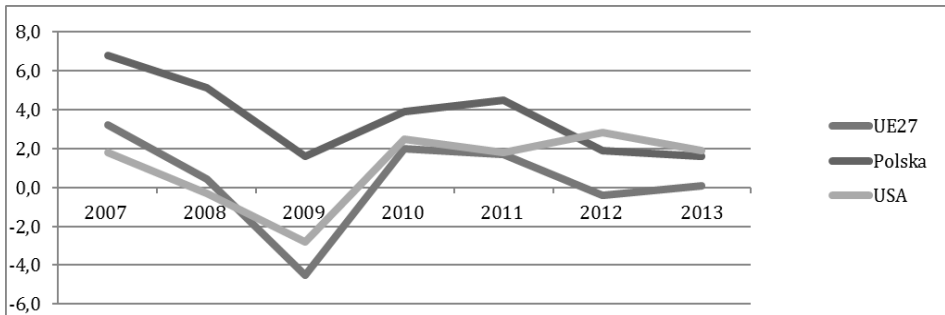
700 miliardów dolarów. Pomimo początkowego odrzucenia wprowadzenia Planu Paulsona jako, że nie był od dokładnie sprecyzowany, co jeszcze bardziej pogłębiło spadki na światowych giełdach, Kongres USA ostatecznie przyjął ustawę 3 października [Hoshi, Kashyap, 2008]. Warto również wspomnieć, że plan dotyczył nie tylko instytucji finansowych, gdyż w grudniu 2008 roku pomoc finansową w wysokości ponad 17 miliardów dolarów dostały również dwaj z trzech największych producentów aut w USA: General Motors i Chrysler [Gutierrez, 2008]. W celu przywrócenia zaufania na rynku międzybankowym, do pomocy włączył się również FED ogłaszając „Term Asset-Backed Securities Lending Facility” (TALF). Plan zakładał, że posiadacze aktywów opartych na papierach wartościowych z najwyższym ratingiem AAA mogą pożyczać środki bezpośrednio z Rezerwy Federalnej. W związku z wyborami prezydenckimi i wygraną demokratów w listopadzie 2008 r., TARP zostaje częściowo zmieniony, by skupić się na trzech kluczowych aspektach. Po pierwsze, na przeprowadzeniu serii kontroli oraz stres testów w 19 największych bankach USA przy różnych scenariuszach. Po drugie, na rozszerzeniu programu TALF z początkowych 200 miliardów do 1 biliona dolarów. Trzeci aspekt dotyczył tzw. „Public-Private Investment Program” (PPIP), polegającym na usuwaniu „złych aktywów” z bilansów banków. Tak jak we wcześniejszym przypadku, rynek początkowo negatywnie zareagował na proponowane zmiany, spadając o 8%, gdyż plan nie był sprecyzowany i pokazywał brak konkretów ze strony rządu [Hoshi, Kashyap, 2008, s. 8]. Niepewność na rynkach pokazał również sondaż z 5 listopada 2008 roku przeprowadzony przez „Securities Industry and Financial Markets Association” (SIFMA), który wykazał, że 94% banków i instytucji finansowych obracającymi obligacjami wskazało brak przejrzystości programu i operacji TARP [Taylor, 2010, s. 58]. W maju 2009 roku zostały ogłoszone wyniki stres testów, z których wynikało, że 10 z 19 głównych instytucji finansowych posiadało wystarczający poziom kapitału, natomiast pozostałe 9 zostało wezwane do ich podniesienia w sumie o 185 miliardów dolarów, ale w związku z lepszymi od zakładanych wynikami finansowymi, kwota ta uległa zmniejszeniu do 75 miliardów. Jeśli chodzi o 10 instytucji, które pomyślnie przeszły stres testy, zaczęły one spłacać pożyczki udzielone w ramach program TARP, co pozwoliło im ponownie prowadzić niczym nieograniczoną działalność kredytowo-depozytową.

Jednym z najbardziej rozpoznawalnych narzędzi walki z kryzysem w USA, było uruchomienie przez FED tzw. luzowania ilościowego (*Quantitative Easing*). Jako że krótkookresowa stopa procentowa była bliska zeru, FED zamierzał wpłynąć również na długookresową stopę, poprzez skupowanie obligacji skarbowych rządu USA oraz innych aktywów. Miało to na celu pobudzenie konsumpcji oraz inwestycji w celu stymulacji wzrostu gospodarczego oraz redukcji bezrobocia. Program ten został przeprowadzony w trzech częściach. QE1 zapoczątkowano 26 października 2008 roku, kiedy FED zaczął skupywać dług przed-

siębiorstw sponsorowanych przez rząd (*government-sponsored enterprise*) na kwotę 100 miliardów oraz papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami hipotetycznymi (*mortgage-backed securities*) w wartości 500 miliardów dolarów. QE2 rozpoczęto 3 listopada 2010 r., w ramach którego skupiono amerykańskie papiery skarbowe na kwotę 600 miliardów dolarów. W ramach dalszego stymulowania gospodarki USA, 13 września 2012 r. zapoczątkowano z kolei QE3, kiedy to skupiono dodatkową ilość papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami hipotecznymi na kwotę 40 miliardów oraz kolejne 45 miliardów dolarów amerykańskich papierów skarbowych [McKinsey Global Institute, 2013, s. 15].

KANAŁY TRANSMISJI ZJAWISK KRYZYSOWYCH

Do końca roku 2008 amerykańskie indeksy giełdowe (DJIA, S&P500, NASCOMP) zanotowały spadki o około 40%. Kryzys zaczął być znacząco odczuwalny na europejskich parkietach, gdzie giełdy spadły o odpowiednio: 32,4% w Londynie, 40,4% we Frankfurcie, 40,9% w Paryżu, 32,2% w Zurichu, a jeszcze mocniej w Mediolanie – 48,6%, Pradze – 52,1%, Warszawie – 49,1% czy Budapeszcie 51,1% [Szablewski, 2009, s. 44]. Kryzys z rynków kapitałowych zaczął rozlewać się również na gospodarkę. Prócz spadku cen nieruchomości oraz negatywnych wiadomości napływających z USA, jak i giełd europejskich, zaczęła spadać konsumpcja oraz inwestycje. Spadek cen nieruchomości spowodował, że by nie stracić zakupionego na kredyt domu, ograniczono wydatki konsumpcyjne [Eurostat]. Zmniejszający się popyt w krajach lepiej rozwiniętych, spowodował niższe inwestycje i spadek importu od krajów rozwijających się, co błyskawicznie rozprzestrzeniło kryzys na cały świat [Orłowski, 2010, s. 48]. Bezpośredni wpływ na rozprzestrzenienie się kryzysu z USA na Europę i cały świat, był fakt posiadania przez międzynarodowe banki papierów wartościowych wyemitowanych w oparciu o kredyty „subprime”. Według MFW, w latach 2007–2010 odpisy banków na złe kredyty oraz papiery wartościowe wyemitowane w oparciu o nie, sięgnęły 826 miliardów dolarów, pośród nich 45% to banki amerykańskie, 18% europejskie, a spoza strefy euro – 23%. Warto również wspomnieć, że dane dotyczą banków, podczas gdy straty poniosły również inne instytucje finansowe na kwotę 570 miliardów dolarów [Czekaj, 2010, s. 196]. Wiele krajów musiały ratować swoje banki przed upadkiem, a także pobudzać konsumpcje i inwestycje w celu stymulowania spowalniających gospodarek. Spowodowało to zwiększenie wydatków rządowych, co przełożyło się na deficyty budżetowe, osiągając w latach 2009 i 2012 poziom około 10% w USA i Wielkiej Brytanii oraz przeciętnie 6% PKB w strefie euro. Wzrósł również wskaźnik długu publicznego do PKB, ze średniego poziomu 50% w latach 1900–2007, do 90% w strefie euro czy 100% w USA [Orłowski, 2010, s. 38].



Rysunek 2. Wzrost PKB w latach 2007–2013 (w %)

Źródło: [Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>] (dostęp 28 marca 2014).

Jeżeli chodzi o dynamikę wzrostu PKB to w USA spadło z 3,4% w 2005 r. do -2,8% w 2009 r., podczas gdy w UE-15 nastąpił spadek z 2% w 2007 r. do -4,3% w 2009 r. W przypadku poziomu bezrobocia to w USA uległo ono podwojeniu z poziomu 5% z początku 2008 r. do końca 2009 r., podczas gdy w EU-27 wskaźnik ten wyniósł 7,1% w 2008 r. i 10,5% w 2012 r. [Eurostat]. Przedstawione dane z rynków kapitałowych, jak i realnej gospodarki jasno wskazują, w jakim stopniu kryzys w USA przelał się na kraje europejskie, początkowo poprzez spadki na giełdzie, a następnie przez zmniejszenie konsumpcji, wzrost bezrobocia oraz zadłużenia sektora publicznego.

ZAKOŃCZENIE

W kontekście kryzysów gospodarczych, które wpływają nie tylko na gospodarkę, ale przede wszystkim na poszczególnych obywateli, zawsze pojawia się pytania o winę i odpowiedzialność. W przypadku kryzysu finansowego zapoczątkowanego w USA w 2008 roku można stwierdzić, że był on skutkiem splotu narastających przez lata czynników. Na początku bodźcem była deregulacja w systemie finansowym od lat 70. XX wieku prowadzona przez rząd USA, połączona z polityką zbyt niskich stóp procentowych ustalanych przez Rezerwę Federalną, które nadmiernie nakręcały koniunkturę na rynku: nieruchomości, giełdowym i surowcowym oraz zachęcały do zadłużania się. Ponadto, obniżenie rygoru wiarygodności kredytowej przez rządowe agencje nieruchomości w kontekście kredytów hipotecznych, w połączeniu z chęcią posiadania własności przez obywateli nie mających zdolności do jej finansowania, spowodowały wzrost ryzyka. Istotnym czynnikiem była rola agencji ratingowych, które z powodu zbyt skomplikowanej struktury papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych, nie mogły w sposób poprawny zbadać związanego z nimi ryzyka, jednak wystawiały im wiarygodną i zawyżoną ocenę. Widząc korzystną

koniunkturę i możliwość realizacji zysków, inwestorzy, po części świadomie, inwestowali w wątpliwe aktywa, zabezpieczając się przy tym instrumentami typu CDS, ufając, że ryzyko niewypłacalności można zredukować do zera.

BIBLIOGRAFIA

- Albiński P. (red.), 2014, *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- Allison J.A., 2012, *The Financial Crisis and the Bank Deregulation Myth*, www.cato.org, (dostęp 1.03.2014).
- Artus P., Virard M., 2010, *Wielki kryzys globalizacji*, Instytut Wydawniczy Książka i Prasa, Warszawa.
- Bernanke B.S., 2005, *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*, At the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists.
- Besomi D., 2012, *Clément Juglar and his contemporaries on the causes of commercial crises*, *Revue européenne des sciences sociales*, <https://ress.revues.org>, <http://dx.doi.org/10.4000/ress.110>
- Cate T., 1981, *Keynes on monetary theory and policy*, „*Southern Economic Journal*”, vol. 47, <http://dx.doi.org/10.2307/1058173>
- Czekaj J., 2010, *Wpływ światowego kryzysu na polską gospodarkę* [w:] *Globalizacja, kryzys i co dalej?*, red. G.W. Kołodko, wyd. Poltext, Warszawa.
- Eichengreen B., 2010, *The Crisis in Financial Innovation*, wykład z okazji otrzymania nagrody Schumpetera, Wiedeń.
- Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (dostęp: 28 marca 2014).
- Federal Reserve Bank of St. Louis, <http://research.stlouisfed.org> (dostęp: 5 kwietnia 2014).
- Fleetwood S., 2007, *Austrian economics and the analysis of labour markets*, „*Review of Austrian Economics*”, vol. 20, no. 4, <http://dx.doi.org/10.1007/s11138-006-0009-6>
- Flejterski S., 2010, *Globalny kryzys bankowo-finansowy. Geneza, aktorzy, konsekwencje* [w:] *Globalizacja, kryzys i co dalej?*, red. G.W. Kołodko, wyd. Poltext, Warszawa.
- Gilani S., 2010, *How Deregulation Eviscerated the Banking Sector Safety Net and Spawned the U.S. Financial Crisis*, Capital Wave Strategist, Money Morning.
- Gutierrez C., 2008, *GM And Chrysler Covered By TARP*, www.forbes.com.
- Hoshi T., Kashyap A.K., 2008, *Will the U.S. bank recapitalization succeed? Eight lessons from Japan*, NBER Working paper series, <http://dx.doi.org/10.3386/w14401>
- Jabłoński Ł., 2013, *Czynniki wzrostu gospodarczego w czasie bieżącego kryzysu. Polska na tle wybranych krajów świata*, „*Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy*”, z. 30, red. nauk. M.G. Woźniak, wyd. UR, Rzeszów, s. 90–107.
- Kąsek L., Lubiński M., 2010, *Hyman Minsky – wczoraj i dziś*, „*Współczesna Ekonomia*”, nr 1/2010(13).
- Kelly K., Ng S., Reilly D., 2007, *Two Big Funds At Bear Stearns Face Shutdown As Rescue Plan Falts Amid Subprime Woes, Merrill Asserts Claims*, *The Wall Street Journal*.

- Korotayev A.V., Tsirel S.V., 2010, *A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis*, “Structure and Dynamics”, vol. 4(1).
- Kraay A., Ventura J., 2005, *Title: The Dot-Com Bubble, the Bush Deficits, and the U.S. Current Account*, University of Chicago Press, <http://dx.doi.org/10.3386/w11543>
- Lucas R., 1972, *Expectations and the Neutrality of Money*, “Journal of Economic Theory”, vol. 4, s. 103–124, [http://dx.doi.org/10.1016/0022-0531\(72\)90142-1](http://dx.doi.org/10.1016/0022-0531(72)90142-1).
- Łaszkiwicz E., 2009, *Anatomia kryzysów – historia lubi się powtarzać*, www.histmag.org (dostęp 15 kwietnia 2014).
- McKinsey Global Institute, 2013, *QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks*, www.mckinsey.com.
- Mishkin F.S., 1991, *Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective*, University of Chicago Press, <http://dx.doi.org/10.3386/w3400>
- Mishkin F.S., 1992, *Anatomy of a Financial Crisis*, NBER Working Paper No. w3934, <http://dx.doi.org/10.3386/w3934>
- Nesvetailova A., 2010, *Financial Alchemy in Crisis: The Great Liquidity Illusion*, Pluto Press, Chicago.
- Orłowski W.M., 2010, *Świat po kryzysie. Dylematy nowego ładu gospodarczego [w:] Globalizacja, kryzys i co dalej?*, red. G.W. Kołodko, wyd. Poltext, Warszawa.
- Orłowski W.M., 2011, *Świat do przeróbki. Spekulanci, bankruci, giganci i ich rywale*, wyd. Agora, Warszawa.
- Pawłowicz L., 2009, *Nowy wymiar globalnego kryzysu finansowego. Wyzwania ekonomiczne w warunkach kryzysu*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- Prescott E.C., 2010, *The Depressed U.S. Economy and its Consequences for the Polish Economy*, “Master of Business Administration”, vol. 2.
- Rees-Mogg W., 2009, *David Ricardo’s Economic Theory is Sound Doctrine*, www.dailyreckoning.com (dostęp: 26 kwietnia 2014).
- Reinhart C.M., Rogoff K., 2009, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Reinhart C.M., Rogoff K.S., 2008, *This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises*, Working Paper 13882, NBER working paper series.
- Roach S. 2005, *What Global Saving Glut?*, www.morganstanley.com (dostęp 4 kwietnia 2014).
- Rosati D., 2010, *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA w latach 2007–2009 [w:] Globalizacja, kryzys i co dalej?*, red. G.W. Kołodko, wyd. Poltext, Warszawa.
- Syll L., 2013, *Robert Lucas on the slump*, <http://rwer.wordpress.com> (dostęp: 3 marca 2014).
- Szablewski A., 2009, *Hipoteza przemienności rynków. Wyzwania ekonomiczne w warunkach kryzysu*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.
- Szymański W., 2010, *Jakie wnioski wyciągniemy w kryzysu [w:] Globalizacja, kryzys i co dalej?*, red. G.W. Kołodko, wyd. Poltext, Warszawa.
- Taylor J.B., 2010, *Zrozumieć kryzys finansowy. Przyczyny, skutki, interpretacje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

- Tyler G., 1993, *The nation-state vs. the global economy*, "Challenge", vol. 36, no. 2, <http://dx.doi.org/10.1080/05775132.1993.11471652>
- Walsh J., 2009, *Adam Smith and the 2008 Financial Crisis*. www.scholar.harvard.edu, dostęp 5 lutego 2014.
- Weisenthal J., 2010, *Nouriel Roubini's Excellent Definition Of A 'Financial Crisis'*, www.businessinsider.com (dostęp: 7 maja 2014).
- Wheelock D.C., 1992, *Monetary Policy in the Great Depression: What the FED did and why*, <https://research.stlouisfed.org/> (dostęp: 2 kwietnia 2014).
- Winn A. M., 2005, *An experimental investigation into the nominal and real effects of fiat currency inflation*, George Mason University Press, Wirginia.
- Wolfson M., 2002, *Minski's Theory of The Financial Crisis in a Global Context*, "Journal of Economic Issues", vol. 36, no. 2.
- Żyżyński J., 2010, *Neoliberalizm – ślepa uliczka globalizacji [w:] Globalizacja, kryzys i co dalej?*, red. G.W. Kołodko, wyd. Poltext, Warszawa.

Streszczenie

Celem niniejszej pracy jest analiza czynników odpowiedzialnych za wybuch kryzysu ekonomicznego w Stanach Zjednoczonych w 2008 roku oraz próba odpowiedzi na pytanie, do jakiego stopnia mogą być one za niego winne. Pierwsza część pracy skupia się na aspektach teoretycznych. Porusza ona temat definicji kryzysów z różnej perspektywy oraz interpretacji ekonomistów, przedstawiając ich wkład w badanie tej dziedziny. Następnie zawarty został krótki zarys historyczny. W drugiej części pracy autor skupia się na analizie empirycznej. Początkowo opisane zostają czynniki, które przyczyniły się do pojawienia się bańki spekulacyjnej w Stanach Zjednoczonych: nadmierną deregulację oraz nierównowagę w systemie finansowym, a także zbyt niskie stopy procentowe. Następnie praca zawiera opis kanałów, w jakich nastąpiła transmisja zjawisk kryzysowych z rynków finansowych do realnej sfery gospodarczej. Miało to miejsce na skutek zaangażowania światowych banków w toksyczne amerykańskie aktywa, spadku popytu w krajach importujących oraz paniki na giełdach. Praca zawiera również opis działań, jakie zostały podjęte w USA w celu przeciwdziałania kryzysowi. Były to: „Plan Paulsona” oraz „TARP” – zaproponowane przed rząd oraz „TALF”, „PPIP” i „QE” – opracowane przez System Rezerwy Federalnej. Na zakończenie autor przedstawia ocenę: jakie czynniki i do jakiego stopnia mogły być odpowiedzialne za wybuch kryzysu z 2008 roku, wskazując, że był to splot narastających przez lata czynników.

Słowa kluczowe: globalny kryzys ekonomiczny z 2008 roku, kredyty „subprime”, FED

Who Should Be Blamed for the 2008 Crisis?

Summary

The aim of this paper is to investigate the causes of the U.S. subprime mortgage crisis and an attempt to analyse which factors should be blamed for the outbreak of the global recession in 2009. The first part consists of theoretical research. It begins with a definition of a crisis from various perspectives in the opinion of well-known economists and provides a general historical overview. Later on, the paper highlights researchers who have been studying economic crises including their main findings and contribution.

The second part of this work is devoted to an empirical analysis. Primarily, it investigates the reasons that had led to the crisis in the United States: excessive deregulation and growing inequality among financial market as well as too low interest rates. Secondly, paper provides a brief description on the transmission channels of the crisis to real economy, both in the US and in Europe. These were: involvement of non-US banks in “toxic” assets, declining demand in importing countries and panic among investors in stock exchanges. This resulted not only in the fall of consumption and investments but also increased public deficits and public debts in all economies. Finally, paper provides explanation of actions that were undertaken by public institutions including: “The Paulson Plan”, “TARP” – by government and “TALF”, “PPIP”, “QE” – by Federal Reserve System. At the end, paper attempts to evaluate what factors and to what extent were responsible for the outbreak of the recent global recession.

Keywords: economic crisis, “sub-prime”, FED, 2008 crisis

JEL: E42, E50, G20, N12