

6 PODSTAWOWE MECHANIZMY KRYZYSU FINANSOWEGO LAT 2007-2008

Piotr Sitkiewicz

Wydział Organizacji i Zarządzania, Politechnika Łódzka

1. Wprowadzenie

Kryzys finansowy lat 2007-2008 był jednym z największych i najdotkliwszych kryzysów w dziejach. Rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych, po czym rozlał się na gospodarki innych państw, by zagrozić w końcu istnieniu całemu znanemu nam systemowi finansowemu. Niezliczona ilość artykułów oraz publikacji w ostatnich latach wskazywała na przyczyny wystąpienia tego kryzysu. Jednak nieliczne opracowania traktują o mechanizmach wskazujących na to, w jaki sposób rozlał się on praktycznie na wszystkie segmenty działalności, sięgając głęboko poza rynki finansowe. Poczynając od procesu sekurytyzacji, będącego przyczyną dystrybucji ryzyka na niespotykaną dotychczas skalę, poprzez moralny hazard [Stolz 2007, ss. 10-12] największych instytucji finansowych, a kończąc na masowej wyprzedaży aktywów i nieufności wobec ocen agencji ratingowych.

Wobec powyższego przyjęto, iż celem niniejszego opracowania jest określenie podstawowych mechanizmów kryzysu finansowego lat 2007-2008. W publikacji wykorzystano zarówno krajową, jak i zagraniczną literaturę przedmiotu, poświęconą tematyce tytułowego kryzysu.

2. Źródła kryzysu finansowego z lat 2007-2008 oraz mechanizmy sprzyjające jego rozwojowi

Kryzys lat 2007-2008 stał się zjawiskiem ogólnosystemowym¹, który swoim zasięgiem objął pozornie niepowiązane ze sobą obszary. Jego ognisko, czyli obszar tak zwanych kredytów sub-prime [Goodman, Li, Lucas, Zimmerman, Fabozzi 2008, ss. 3-5] w porównaniu do poprzednich kryzysów finansowych, powinien ograniczyć się wyłącznie do obszaru tego typu instrumentów, jednak

¹ Poprzez ogólnosystemowość rozumie się cały system finansowy.

w tym przypadku stało się inaczej. Ryzyko finansowe [Marcinkowska 2010, ss. 28-31] firm notowanych na głównych giełdach światowych objęte jest ścisłą kontrolą ze strony regulatorów, której celem jest uniknięcie rozprzestrzeniania się zagrożenia na inne obszary, a w szczególności na cały system finansowy.

Przyczyny ogólnoświatowego kryzysu finansowego należy doszukiwać się w lokalnej polityce oraz efektach związanych z pro-cyklicznością [Nalepka 2008, s. 325] gospodarki. Co więcej, czynniki te weszły ze sobą w dynamiczną interakcję, powodując trudne do przywidzenia konsekwencje. Zjawisko rozprzestrzeniania się zakażenia oraz pro-cykliczność [Kaczmarek 2014, ss. 126-130] są czynnikami ze sobą połączonymi, w związku z tym ciężko je od siebie odseparować.

Niniejsze opracowanie, wskazując na przyczyny i mechanizmy ostatniego kryzysu finansowego, przedstawi zarys kryzysu sub-prime, a także kanały rozprzestrzenienia się zakażenia poprzez klasyczne mechanizmy, sekurytyzację [Miklaszewska 2010, ss. 256-260], płynność oraz obniżkę ocen agencji ratingowych.

Pierwszym elementem jest przedstawienie kryzysu instrumentu finansowego zwanego sub-prime [Brownell 2008, ss. 12-15]. Rozwijał się on dynamicznie do połowy 2007 roku, czyli do chwili załamania się wygórowanych już cen nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Instrumenty tego typu to nic innego, jak kredyty, udzielane kredytobiorcom, które nie zostałyby przyznane w standardowych warunkach. Były one, tak jak inne produkty hipoteczne, łączone w nadziei, iż dalszy wzrost cen nieruchomości spowoduje zwiększenie wartości połączonych kredytów i transformacje instrumentów typu sub-prime w standardowy kredyt hipoteczny (prime mortgage).

W latach poprzedzających kryzys, będących zarazem okresem długiej hossy na głównych parkietach giełdowych, rynek kapitałowy rozwijał się w zawrotnym tempie, przynosząc instytucjom finansowym ogromne zyski. Co więcej, rynek ten podlegał regulacjom. W wyniku tak zwanych drugich ustaleń Bazylejskich [Chernobai, Rachev, Fabozzi 2007, ss. 35-42], mających miejsce w 2008 roku, nowe regulacje dotyczące bankowego ryzyka kredytowego zostały ogłoszone dla banków w Europie. Jednakże instytucje bankowe działające wyłącznie na terenie Stanów Zjednoczonych nie w pełni zastosowały się do nowych wytycznych, z wyjątkiem instytucji międzynarodowych, aktywnych na rynku europejskim. W obydwu regionach jednak w większości ryzyko rynkowe było pod kontrolą regulatora.

Jeszcze w pierwszej połowie 2007 roku, przed załamaniem się rynku kredytów hipotecznych, wiele głównych banków inwestycyjnych i instytucji finansowych działających w obszarze standardowych kredytów hipotecznych, jak i instrumentów typu sub-prime, wyrażało wątpliwości dotyczące zatrzymania się wzrostów cen domów w Stanach Zjednoczonych oraz tego, iż spodziewano się wzrostu średniego poziomu stóp procentowych instrumentów typu sub-prime, które w momencie wprowadzania na rynek były bardzo niskie. W związku z tym, iż produkty te stanowiły niewielką część amerykańskiego rynku hipo-

tecznego, nikt nie spodziewał się, iż są one w stanie spowodować kryzys systemu [Farlow 2013, ss. 37-45].

Początek tego kryzysu datuje się na ostatni kwartał 2007 roku, jego natężenie jednak i punkt kulminacyjny to wrzesień 2008 roku i upadek amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers [MacEwan, Miller 2011, ss. 109-110]. Właśnie wtedy uzmysłowiono sobie, iż globalny system finansowy został dotknięty przez pierwszy współczesny kryzys tego typu. Wiele znaczących banków i instytucji finansowych okazało się być niewypłacalnymi. Przykładem może być kolejny amerykański bank inwestycyjny – Bear Stearns [Davidoff 2009, ss. 141-155], czy też brytyjski gigant Northern Rock, który dynamicznie zwiększał skalę swojej działalności i poziom uzyskiwanych przychodów od połowy lat dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia. Jednak nie tylko banki stanęły przed widmem niewypłacalności, zjawisko to rozprzestrzeniło się na wszystkie podmioty działające w sektorze finansowym, w tym fundusze inwestycyjne, hedgingowe czy też firmy ubezpieczeniowe.

Początków przyczyny kryzysu stanowiły zagadkę. Potrzeba było czasu na określenie źródeł tego zjawiska, na oszacowanie potencjalnego poziomu strat poniesionego przez instytucje finansowe oraz drastyczności skutków tego kryzysu. Faktem stało się, iż dotychczasowy system finansowy był w fazie szoku oraz to, iż dotychczasowe najlepsze praktyki biznesowe (best practices) dotyczące zarządzania ryzykiem okazały się nieefektywne.

W wyniku powyższych rozważań nasuwają się następujące pytania. W jaki sposób pojedynczy instrument finansowy zdołał zakazić cały system finansowy, skutkując wywołaniem kryzysu finansowego? Dlaczego zawiodły regulacje i kontrole mające na celu zapobieganie podobnym zdarzeniom? W jaki sposób zmaterializowało się ryzyko systemowe w czasie, gdy zaostrzyły się regulacje dotyczące działalności banków (Basel 2) oraz regulacje dotyczące instytucji ubezpieczeniowych poprzez dyrektywę europejską Solvency 2 [Roebuck 2011, ss. 1-3].

W połowie 2007 roku instrumenty sub-prime stanowiły 600 miliardów dolarów z całości wartego 3 tryliony dolarów rynku kredytów i pożyczek hipotecznych. Instrumenty te stanowiły realną alternatywę dla ludzi, których nie stać byłoby na standardowe kredyty w bankach. Osoby biorące hipotekę typu sub-prime płacili około 200-300 punktów bazowych (około 2-3%) więcej niż kredytobiorcy wykorzystujący regularne instrumenty hipoteczne dostępne na rynku (spread) z racji wyższego ryzyka kredytowego wobec tych osób. Ponadto stopa procentowa instrumentów typu sub-prime była zmienna i zwiększała się zwykle po okresie 2-3 lat. Te cechy zwiększały ryzyko tego typu instrumentów, gdyż możliwa był sytuacja niemożności spłaty rat w wyniku wzrastającego ich oprocentowania, a także sytuacji, w której zmniejszałyby się wartości nieruchomości.

Ryzyko niewypłacalności, mierzone jako prawdopodobieństwo jego wystąpienia i wielkości strat nią spowodowanych, wzrastało progresywnie [Wahlen, Baginski, Bradshaw 2011, ss. 370-371]. Wartość ta zaczęła rosnąć od połowy 2004 roku, wraz z wzrostem stóp procentowych oraz spadku cen nieruchomości

w Stanach Zjednoczonych. Obydwa czynniki skutkowały zmniejszeniem wskaźnika wypłacalności pożyczkobiorców, a gwałtowne ich bankructwa rozpoczęły się na dużą skalę w połowie 2007 roku, przyspieszając jeszcze w kolejnych miesiącach.

Zjawisko zwiększonej niewypłacalności było oczekiwane przez sektor bankowy w związku z gwałtownym wzrostem kosztów w stosunku do pożyczkobiorców, lecz spodziewano się, iż zostanie ono ugaszone. Stało się niestety inaczej. Segment instrumentów typu sub-prime spowodował zakażenie innych sektorów finansowych i w efekcie doprowadził do globalnego kryzysu finansowego. Do jego negatywnych efektów zalicza się załamanie giełdowe na głównych parkietach, zapaść na rynku międzybankowych pożyczek, a w związku z tym problemy płynnościowe całego sektora finansowego, drastyczne ograniczenie akcji kredytowych banków, a w konsekwencji głęboką recesję gospodarczą.

Pozornie niegroźny kryzys 2007 roku okazał się globalnym kataklizmem w 2008 roku, skutkującym bankructwem wielu banków i instytucji finansowych, ogromnymi stratami pozostałych firm sektora finansowego oraz interwencjami państwowymi, mającymi na celu zapewnienie płynności sektora finansowego, pobudzenie rynku pożyczek międzybankowych oraz znacjonalizowanie największych instytucji tego sektora. W związku z narastającymi efektami kryzysu, we wrześniu 2008 roku, rząd amerykański wprowadził w życie plan mający na celu wyizolowanie toksycznych aktywów z bilansów banków oraz instytucji ubezpieczeniowych w celu zapobieżenia zapaści całego systemu finansowego. W tym samym czasie rząd wspomógł wiele z nich, zapobiegając ich bankructwu, jednak pozwolił na upadek dużego banku inwestycyjnego – Lehman Brothers. Ten krok podważył zaufanie do sektora finansowego oraz spowodował krach na głównych parkietach światowych [Garnaut, Llewellyn-Smith 2009, ss. 93-106].

W tym momencie wydało się oczywiste, iż obecny system finansowy stoi na krawędzi upadku w związku z całkowitą zmianą warunków panujących na rynku, znikającymi w niespotykanym tempie bankami inwestycyjnymi oraz niewypłacalnością wielu przedsiębiorstw, w tym największej korporacji ubezpieczeniowej na świecie – AIG.

Obserwacja tych zjawisk pozwala na identyfikację klasycznych mechanizmów, w wyniku których zakażane są inne segmenty sektora finansowego.

Doskonale znanym przykładem tego mechanizmu jest tak zwany efekt domina [Przybylska-Kapuścińska 2007, ss. 34-36]. Upadek dużej instytucji finansowej pociąga za sobą lawinę niewypłacalności mniejszych, posiadających znaczący udział kredytów w swoim portfolio, udzielonych instytucji dużej. Efekt ten odegrał znaczący wpływ podczas omawianego kryzysu z racji bankructw wielu dużych firm działających w sektorze finansowym. Dotychczasową zaporą na tej ścieżce była zasada „zbyt duży by upaść”. Zasada ta nie została dotrzymana w przypadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers, podczas gdy ustawodawca robił wszystko co w jego mocy, by uratować inne instytucje, jak choćby Bear Stearns, zakupiony przez J.P. Morgan, przy pomocy linii kredytowej uruchomionej przez rezerwę federalną. W tym przypadku przedstawiany efekt do-

mina stanowi jedynie pochodną czynników, które wywołały kryzys, nie zaś jego przyczynę.

Uprzednio nadmienione już załamanie giełdowe zostało spowodowane przez szereg doskonale znanych czynników, które jednak w tym przypadku osiągnęły znacznie większe natężenie niż podczas poprzednich kryzysów finansowych. Klasycznym przejawem tego jest ucieczka od akcji w kierunku instrumentów bezpieczniejszych, takich jak obligacje czy też metale szlachetne. Wyprzedaż ta pogłębiła jeszcze bardziej załamanie giełdowe [Chadha, Holly 2012, ss. 44-46].

Oliwy do ognia dołały fundusze inwestycyjne oraz firmy opierające swoją działalność na dźwigni finansowej. Firmy, które stosowały tę metodę do zakupu aktywów stały przed widmem lawinowo zmniejszającego się stosunku długu do posiadanych aktywów. Różnica pomiędzy wartością aktywów a zadłużeniem stanowi o zysku tych przedsiębiorstw. Aby jednak zachować tak zwany margines bezpieczeństwa, czyli równowagę powyższego wskaźnika, firmy te musiały dokonywać operacji obniżenia zadłużenia (poprzez wyprzedaż posiadanych papierów wartościowych) lub dokupienia aktywów. W sytuacji lawinowego spadku cen na giełdach powyższe firmy były zmuszone zmniejszyć swoje zadłużenie, aby w ten sposób osiągnąć wymagane przez pożyczkodawców poziomy bezpieczeństwa, wykorzystując w tym celu opcję sprzedaży akcji, co w efekcie pociągało za sobą jeszcze większe spadki na parkietach.

Kolejnym czynnikiem jest zmniejszenie się kapitałów banków, co jest związane z przeceną posiadanego przez nie portfolio, w związku ze zmniejszeniem się wartości tych aktywów, skutkując większą obawą o ponoszenie dalszych strat i niemożności spełnienia przez banki wymogów kapitałowych. W obowiązującym systemie finansowym kapitał banków jest fundamentem wszystkich regulacji związanych z systemem finansowym. Jest on bowiem utożsamiany z tak zwaną poduszką bezpieczeństwa, umożliwiającą zaabsorbowanie strat. W sytuacji zmniejszenia się kapitałów banków, wzrasta ryzyko wiarygodności kredytowej i niewypłacalności [Bessis 2010, ss. 14-18].

Wszystkie powyższe mechanizmy są powodowane niekorzystnymi uwarunkowaniami gospodarczymi. Jednak zazwyczaj ich wpływ i rezultat jest ograniczony, nie skutkując wystąpieniem ryzyka systemowego. Co więcej, historia ostatnich lat sprzed kryzysu, przejawiająca się dynamicznym wzrostem gospodarek napędzanych łatwo dostępnym kapitałem, ma symetryczne efekty. W fazie ekspansji apetyt instytucji finansowych na ryzykowne aktywa wzrasta. W związku z ich zakupem, ich cena rośnie, pociągając za sobą zyski kapitałowe, które umożliwiają z kolei wykorzystanie jeszcze większej dźwigni finansowej. Kapitały banków rosną w związku z zyskami. Połączenie korzystnych warunków gospodarczych i odpowiedniego systemu regulacyjnego powinno ograniczyć niekorzystne efekty odwrócenia się koniunktury gospodarczej, zapewniając tym samym większą odporność instytucji finansowych na zawirowania gospodarcze.

Efekt bogactwa (majątkowy) jest następstwem początku kryzysu gospodarczego. W związku z obniżeniem się posiadanych zasobów, w wyniku spadku cen nieruchomości lub spadku cen akcji, znacząco obniżają się wydatki w gospodarce. Cechą charakterystyczną kryzysów finansowych jest to, iż sięga on poza tak zwaną sferę finansową, wkraczając do realnej gospodarki. Wydatki konsumenckie nie mogą być już finansowane z operacji refinansowania hipotek, co jest korzystne w sytuacji wzrostów cen nieruchomości, umożliwiając przedłużenie czasu spłaty, czego zabezpieczeniem jest wzrost ceny nieruchomości. Ludność posiadająca uszczuplone zasoby jest mniej skłonna do wydatków. Efekt bogactwa, powodując obniżenie się poziomu konsumpcji, wpływa na zmniejszenie się inwestycji. Konsumpcja i dochód maleje, a wątpliwości dotyczące wzrostu gospodarczego stają się coraz silniejsze, czego wynikiem jest to, iż oczekiwania dotyczące recesji materializują się w postaci mniejszej stopy wzrostu [Dach 2011, s. 100].

Istotnym elementem w rozprzestrzenieniu się kryzysu finansowego był tak zwany mechanizm sekurytyzacji. Banki w okresie przedkryzysowym zdecydowanie zmieniły model biznesowy – z udzielania i trzymania kredytów w swoim portfolio, na ich udzielanie i dystrybuowanie. Mankamentem klasycznego ujęcia było to, iż kredyty utrzymywane w bilansie banków były zamrażane w celu utrzymania kapitału wymaganego przez instytucje regulujące, niwelując w ten sposób tworzenie i udzielanie nowych kredytów. Sekurytyzacja umożliwiła bankom obejście tej bariery i dalszy rozwój ich dynamicznego procesu kredytowego. Mechanizm ten sprzyjał rozwojowi gospodarek w okresie tak zwanego prosperity gospodarczego [Kothari 2006, ss. 1-4; 25-30].

Poprzez powyższy proces banki kreowały nowe kredyty, ale zamiast trzymać je w swoich bilansach, dystrybuowały je wykorzystując w tym celu rynek kapitałowy, przerzucając w ten sposób na niego ogromne ilości ryzyka kredytowego. Praktyka ta polegała na powoływaniu do życia specjalnego podmiotu gospodarczego, zorganizowanego jak fundusz inwestycyjny, którego celem był skup aktywów banku i emisja papierów dłużnych w postaci obligacji korporacyjnych, umożliwiających dokonanie tego zakupu. W rezultacie instytucje finansowe były zdolne do dystrybucji ryzyka kredytowego na innych inwestorów, które wówczas było uważane jako sposób dywersyfikacji ryzyka.

Ideą stojącą za wdrożeniem modelu biznesowego, polegającego na kreowaniu aktywów i ich dystrybucji, była możliwość uwolnienia zamrożonego do tychczas kapitału i gwałtowny rozwój akcji kredytowej. Inwestorzy, oceniając potencjalne ryzyko inwestycji kapitału, polegałi na ocenach nadawanych przez główne agencje ratingowe [Iannotta 2010, ss. 105-108]. Inwestorzy w tamtym okresie byli zainteresowani wyłącznie jakością emitowanych papierów wartościowych, mierzonych poprzez rating kredytowy, pomijając kwestię konstrukcji instrumentu i jego kompozycji, o których nie mieli wystarczających informacji, umieszczając w ten sposób agencje ratingowe w centrum uwagi. Dodatkowym beneficjentem inwestorów, kupujących emitowane aktywa, był atrakcyjniejszy

spread kredytowy niż porównywalnych tradycyjnych obligacji korporacyjnych, posiadających ten sam rating nadany im przez agencje ratingowe.

Sekurytyzacja stała się procesem szeroko wykorzystywanym w działalności banków. Niezależnie od ryzyka leżącego u podłoża danego rodzaju aktywa, czy to w postaci kredytów hipotecznych, czy też ryzykownych pożyczek, istniała możliwość sekurytyzacji. Stopa wzrostu sekurytyzacji kredytów hipotecznych była podtrzymywana od momentu implementacji tego mechanizmu przez banki. Dla instrumentów opierających swoją wartość na hipotece (tak zwany MBS²), wczesna faza rozwoju tego procesu datowana jest na lata siedemdziesiąte ubiegłego wieku w USA. Natomiast sekurytyzacja pozostałych aktywów, takich jak: pożyczki konsumenckie, dług korporacyjny, jest kwestią zdecydowanie bliższą. Przyspieszona dynamika wzrostu sekurytyzacji [Davidson, Sanders, Wolff, Ching 2003, ss. 76-77] jest datowana na okres 1996-2002, zwalniając po tym okresie, natomiast całkowicie załamując się w momencie rozpoczęcia kryzysu finansowego.

Proces sekurytyzacji przez banki lub instytucje finansowe działające na rynku hipotecznym jest atrakcyjny, gdyż pozwala to im zachować kapitał i dalej go dystrybuować, natomiast benefitem inwestorów jest wyższy spread przy takiej samej ocenie agencji ratingowych z obligacjami opartymi na długu, niż innych tego typu instrumentach, o podobnej ocenie ryzyka. Rezultatem tego jest idealna sytuacja, w której obydwie zainteresowane strony osiągają korzyści, wydaje się że bez ponoszenia nadmiernego ryzyka i przy niskiej obsłudze kosztów. Nic bardziej mylnego.

Rezultatem dystrybucji ryzyka poprzez proces sekurytyzacji [Segoviano, Jones, Lindner, Blankenheim 2013, ss. 58-60] było to, iż nikt nie był w stanie zidentyfikować kto jest posiadaczem ryzykowniejszych aktywów, takich jak przykładowo kredyty sub-prime. Sekurytyzacja poprzez rozprzestrzenienie ryzyka pomiędzy inwestorów kreuje znaczny potencjał do spowodowania zakażenia wśród tych inwestorów posiadających aktywa powstałe w wyniku przedstawianego procesu.

Jeżeli aktywa sekurytyzowane będą uważane jako ryzykowniejsze, to inwestorzy mogą bać się, iż to ryzyko jest większe niż spodziewane. Tak zwane toksyczne aktywa, takie jak na przykład pożyczki sub-prime znalazły swoją drogę do portfolio aktywów sekurytyzowanych i stały się przyczyną strachu, rzucając cień niepewności na ich portfolio, pomimo tego, iż stanowiły one relatywnie niską część całości.

Rezultatem powyższego jest to, iż sekurytyzacja rozprzestrzeniła ryzyko toksycznych aktywów na cały sektor finansowy i to w sposób, w którym instytucje finansowe, nie wiedziały dokładnie jakie ryzyko ponoszą pośrednio. Zgodnie z teorią, oceny kredytowe agencji ratingowych powinny dostarczać rzetelnych informacji na rynek na temat ryzyka. Praktyka jednak wskazuje, iż agencje te nie są wyposażone w odpowiednie instrumenty, aby rzetelnie osza-

² Mortgage backed securities.

cować ryzyko lub, jak one same twierdzą, nie posiadają odpowiednich zasobów ludzkich, by szacować zmianę ryzyka w czasie [Kolb 2010, s. 449]. Okazało się jasne, iż ryzyko było zdecydowanie wyższe niż wszyscy się spodziewali, jednakże w tym momencie było już za późno na rozpoczęcie czynności zapobiegawczych. Wszystko co mogły zrobić w tym momencie agencje ratingowe to dostosowywać swoje oceny kredytowe poszczególnych instrumentów do realiów, oznaczając w wielu przypadkach zejście z oceny najwyższej AAA – do śmieciowej. Potwierdziło to obawy inwestorów i stworzyło sytuacje awersji do tego rodzaju ryzykownych produktów.

Nie jest więc zaskakujące, iż to sekurytyzacja właśnie jest określana jako winowajca rozszerzenia ryzyka kredytowego na cały system finansowy, nie dostarczając przy tym żadnych sposobów na oszacowanie tego ryzyka. Ryzyka związane z rozprzestrzenieniem się sekurytyzacji powinny zostać zatrzymane w pojedynczych segmentach rynku finansowego, natomiast tak się nie stało i efektem tego było rozprzestrzenienie się kryzysu na wszystkie segmenty gospodarki. Sekurytyzacja stanowiła główne źródło finansowania dla banków, a nie tylko metodę zatrzymania przez nie kapitału. Zaprzestanie tego procesu kładło presję na banki w związku z wymaganiami kapitałowymi instytucji regulujących. To wystarczyło do rozpoczęcia załamania się procesu kredytowego i rozpoczęcia kryzysu finansowego ze względu na to, iż żaden bank nie był w stanie rozwijać dalej swojego procesu kredytowego poprzez sekurytyzację [Yagi, Yokogawa, Shinjiro, Dymski 2013, ss. 44-48].

Kolejnym elementem mechanizmu kryzysu było tak zwane skażenie płynności. Niemal natychmiast kryzys kredytowy związany z brakiem zaufania przerodził się w kryzys płynności. Warty 1,2 trylionu dolarów, rynek komercyjnych papierów wartościowych, będący najbardziej płynnym rynkiem na świecie, niemal natychmiast wysechł już w pierwszej fazie kryzysu. Zamrożenie płynności, spowodowało to, iż wielkim problemem dla instytucji finansowych będących zarówno pożyczkodawcami, jak i pożyczkobiorcami, stała się kwestia finansowania swej podstawowej działalności.

Pierwsza faza kryzysu płynności przejawia się w wystąpieniu awersji pożyczkodawców do ryzyka i skutkuje często upadkiem wielu instytucji finansowych. Widmo stania się następną upadającą instytucją doprowadziło do ograniczenia zaangażowania kredytowego w innych instytucjach, celem ograniczenia ich bankructwa. Ryzyko niedopasowania, czyli polegania przez instytucje finansowe na krótkoterminowym kapitale, zwiększa skale kryzysu płynnościowego na rynkach funkcjonujących w oparciu o krótkoterminowy kapitał. Banki i inne firmy sektora finansowego polegające na krótkoterminowym kapitale poszukiwały go, jednakże w wyniku kryzysu zaufania, natychmiast on wyparowała, powodując kryzys płynności.

W sytuacji, gdy płynność wyparowała z systemu finansowego, zobowiązania banków zostały poważnie zagrożone [Amihud, Mendelson, Pedersen 2013, ss. 190-192]. Musiały one nie tylko posiłkować się dalszymi pożyczkami w celu zaspokojenia swoich zobowiązań, lecz także stanęły przed problemem posiada-

nia niewystarczających kapitałów wymaganych przez instytucje regulujące rynek. Sytuacji nie poprawiły nawet akcje banków centralnych polegające na wypompowaniu do systemu finansowego dużej ilości płynności.

Kolejnym mechanizmem wpływającym na rozprzestrzenienie się kryzysu finansowego były duże obniżki ocen zarówno instytucji finansowych, jak i instrumentów finansowych dostępnych na rynku, które towarzyszyły problemom wypłacalności banków, w wyniku bankructw firm pożyczających od nich środki, jak i zasad godziwej wyceny aktywów. Oceny kredytowe polegają na ocenie obecnej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i jego wypłacalności. Obniżka oceny kredytowej oznacza wyższe ryzyko kredytowe, wyższy koszt kapitału i wyższą stopę zwrotu wymaganą przez instytucje finansowe i inwestorów. Patrząc z drugiej perspektywy, obniżka oceny kredytowej oznacza wyższe koszty finansowania dla podmiotów oferujących takie instrumenty, a także niższe ich ceny, pogłębiając tym samym problemy tych podmiotów.

W sytuacji zwiększonej częstotliwości obniżki ocen kredytowych, można wnioskować, iż agencje ratingowe nie przewidziały aż tak znaczących turbulencji na rynkach finansowych i starały się szybko dostosowywać oceny instrumentów do realiów panujących w tamtym okresie. Opóźnione obniżki ocen kredytowych były w tamtym okresie skoncentrowane w krótkim przedziale czasu, zamiast konsekwentnie oceniać aktualną sytuację finansową podmiotów i instrumentów dostępnych na rynku. W wyniku znaczących opóźnień tych obniżek, niedostosowanych do panujących realiów, narosły wątpliwości dotyczące ich wartości.

Przedstawiany proces obniżki ocen kredytowych, ma też inny negatywny efekt. Wielu pożyczkobiorców i inwestorów w wyniku przyjętych przez siebie strategii inwestycyjnych posiada określony minimalny rating, wymagany przy podjęciu decyzji o udzieleniu pożyczki, czy też inwestycji. W tej sytuacji jedynym rozwiązaniem jest obniżanie poziomu zadłużenia podmiotów poprzez wyprzedaj aktywów w niekorzystnych warunkach inwestycyjnych.

3. Podsumowanie

Kryzysy gospodarcze są naturalnym elementem cyklu koniunkturalnego. Długość ich trwania oraz siła ich oddziaływania uzależnione są od środków prewencyjnych, czyli tak zwaną sferę regulacyjną. To od jej rzetelności i identyfikacji kluczowych ryzyk, a także ustalanych przez nie zasad funkcjonowania rynków finansowych kontrolowane jest tak zwane ryzyko systemowe. Wszelkie ustępstwa i nieumiejętność określenia ryzykownych czynności może pociągać za sobą katastrofalne skutki.

Nie od dawna wiadome jest, iż rynek kapitałowy znacząco odsunął się od sfery realnej gospodarki. Transparentność transakcji, instrumentów finansowych, czy też głównych graczy rynku finansowego, jest elementem koniecznym w celu kontrolowania ryzyka systemowego. Jak wykazało niniejsze opracowanie

poprzez przedstawienie klasycznych mechanizmów przenikania kryzysu do innych segmentów działalności, potencjalnie korzystne rozwiązanie w postaci instrumentu finansowego umożliwiającego ludności zakup własnej nieruchomości może być istną bronią masowego rażenia, która nie tylko zachwiała znanym nam systemem finansowym, lecz niemalże przyczyniła się do jego upadku.

Niniejsze opracowanie wskazuje na potrzebę gruntownej analizy przez instytucje regulacyjne konsekwencji wystąpienia ryzyk w poszczególnych obszarach mechanizmów finansowych, gdyż jak dowodzą ostatnie lata system finansowy stanowi sieć połączonych ze sobą naczyń. W sytuacji niewydolności jednego z nich, zagrożona może być funkcjonalność całości, zwłaszcza w sytuacji, gdy nie obowiązuje już zasada „zbyt duży by upaść”.

Bibliografia

1. **Amihud Y., Mendelson H., Pedersen L.H.:** *Market Liquidity: Asset pricing, risk, and crises*, Cambridge University Press, Cambridge 2013.
2. **Bessis Joel:** *Risk management in banking*, third edition, John Wiley & Sons, Chichester 2010.
3. **Brownell C.:** *Subprime meltdown: From U.S. liquidity crisis to global recession*, CreateSpace Independent Publishing Platform 2008.
4. **Chadha J., Holly S.:** *Interest Rates, Prices and Liquidity: Lessons from the Financial Crisis*, Cambridge University Press, Cambridge 2012.
5. **Chernobai A., Rachev S.T., Fabozzi F.J.:** *Operational risk: A guide to Basel II capital requirements, models, and analysis*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2007.
6. **Dach Z.:** *Polityka makroekonomiczna w warunkach kryzysu i jej wpływ na gospodarkę: Teoria i praktyka*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
7. **Davidoff S.M.:** *Gods at War: Shotgun takeovers, government by deal, and the private equity implosion*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2009.
8. **Davidson A., Sanders A., Wolff L.L., Ching A.:** *Securitization: Structuring and investment analysis*, John Wiley & Sons, Hoboken 2003.
9. **Miklaszewska E.:** *Bank na rynku finansowym: Problemy skali, efektywności i nadzoru*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010
10. **Farlow A.:** *Crash and beyond: Causes and consequences of the global financial crisis*, Oxford University Press, Oxford 2013.
11. **Garnaut R., Llewellyn-Smith D.:** *The great crash of 2008*, Melbourne University Press, Melbourne 2009.
12. **Goodman L.S., Li S., Lucas D.J., Zimmerman T.A., Fabozzi F.J.:** *Subprime mortgage credit derivatives*, John Wiley & Sons, Printed in the USA.
13. **Iannotta G.:** *Investment Banking: A Guide to Underwriting and Advisory Services*, Springer-Verlag, Heidelberg 2010.
14. **Kaczmarek T.T.:** *Finanse przedsiębiorstw: Teoria i praktyka*, Wolters Kluwer Business, Warszawa 2014.
15. **Kolb R.W.:** *Lessons from the financial crisis: Causes, consequences, and our economic future*, John Wiley & Sons, Hoboken 2010.

16. **Kothari V.:** *Securitization: The financial instrument of the future*, John Wiley & Sons, Singapore 2006.
17. **MacEwan A., Miller J.A.:** *Economic collapse, economic change: getting to the roots of the crisis*, Taylor & Francis, New York 2011.
18. **Marcinkowska M.:** *Standardy kapitałowe banków. Bazylejska nowa umowa kapitałowa w polskich regulacjach nadzorczych*, Regan Press, Gdańsk 2010.
19. **Nalepka A.:** *Organizacje komercyjne i niekomercyjne wobec wzmożonej konkurencji oraz wzrastających wymagań konsumentów*, Wyższa Szkoła Biznesu – National Louis University w Nowym Sączu, Nowy Sącz 2008.
20. **Przybylska-Kapuścińska W.:** *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2007.
21. **Roebuck K.:** *Solvency II directive: High – impact strategies – what you need to know: Definitions, adoptions, impact, benefits, maturity, vendors*, Teboo, Published in Australia 2011.
22. **Segoviano M.A., Jones B., Lindner P., Blankenheim J.:** *Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead*, International Monetary Fund 2013.
23. **Stolz S.M.:** *Bank capital and risk-taking: The impact of capital regulation, charter value, and the business cycle*, Springer, Berlin 2007.
24. **Wahlen J., Baginski S., Bradshaw B.:** *Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation: A strategic perspective*, South-Western 2007, 2011.
25. **Yagi K., Yokogawa N., Shinjiro H., Dymski G.:** *Crises of Global Economy and the Future of Capitalism*, Routledge, New York 2013.