



*Biuletyn Międzynarodowy  
Instytutu Nauk Politycznych i Stosunków Międzynarodowych  
Uniwersytetu Jagiellońskiego*

---

Redakcja: Piotr Bajor (red. naczelny), Olga Plaze, Patrycja Lipold  
Opiekun naukowy: dr hab. Michał Chorośnicki, prof. UJ.  
Kontakt: ul. Jabłonowskich 5, 31-007 Kraków  
e-mail: [biuletyn@inp.uj.edu.pl](mailto:biuletyn@inp.uj.edu.pl)

Nr 24 (24), grudzień 2008

---

**Sławomir Wyciślak**

**Globalny kryzys finansowy 2008. Przyczyny – zarażanie – skutki.**

Przyczyny kryzysu, który dotknął rynki finansowe w 2008 r. identyfikuje się przy uwzględnieniu następujących grup tematycznych: informacyjnej, wartościującej, zarządczej, percepcji ryzyka, instytucjonalnej, doktrynalnej. Taki porządek badawczy wynika z usankcjonowania informacji za pierwotne źródło dla oceny wartości, procesu zarządzania, percepcji ryzyka. W związku przyczynowo-skutkowym z przepływem informacji pozostaje również funkcjonowanie instytucji nadzoru, jak i sfera makroekonomiczna.

1. **Sfera informacyjna.** Asymetria informacji, czyli nierówny dostęp do informacji, z jednej strony zarządzających instytucjami finansowymi, a z drugiej strony inwestorów, akcjonariuszy, deponentów, kredytobiorców. W efekcie obniżała się efektywność informacyjna rynków finansowych. Narastało zjawisko nieprzejrzystości umów kredytowych i generalnie obrotu kredytami, w tym kredytami hipotecznymi. W rezultacie kredyty były zaciągane przy nadmiernej akceptacji ryzyka. Z jednej strony deponent nie był w stanie samodzielnie ocenić



wiarygodności finansowej pośrednika finansowego, a z drugiej strony kredytodawca miał problemy przy ocenie wypłacalności pożyczkobiorcy. Problem asymetrii informacji uwydatnił się wskutek sekurytyzacji kredytów hipotecznych<sup>1</sup>. Było to tym bardziej groźne, iż w USA szybko rozwijał się rynek kredytów o niższych standardach (*ang. subprime mortgages*)<sup>2</sup>. Zasadniczo, asymetria informacji skutkowało m. in. takimi zjawiskami jak pokusa nadużyć, *insider trading*.

**2. Sfera wartościująca.** Oderwanie wyceny aktywów od ich rzeczywistej wartości. Na przykład w 2000 r. wartość instrumentów pochodnych blisko 10-krotnie przewyższała PKB USA. Natomiast w 2007 r. wartość rynku instrumentów pochodnych była aż 36-krotnie wyższa niż wartość amerykańskiego Produktu Krajowego Brutto<sup>3</sup>. Te dysproporcje skutkowało alienacją rynków finansowych od sfery realnej gospodarki. Jednakże, sfera realna gospodarki nie przestała być zależna od rynków finansowych.

**3. Sfera zarządcza.** Uznanie za jeden z podstawowych celów przedsiębiorstwa wzrost wartości dla akcjonariuszy, niejednokrotnie pomijając zasadność rekomendacji, sens przejęć i fuzji. W ramach teorii budowania wartości dla akcjonariuszy, która stała się wiodącą przy ocenie zarządów spółek prawa handlowego przyjmuje się, że wzrost wartości firmy osiąga się poprzez wykorzystanie efektu dźwigni finansowej. Dodatkowo, jeśli dla zwiększenia zyskowności w krótkim okresie redukuje się poziom wydatków inwestycyjnych, badawczo-rozwojowych, czy szkolenia personelu, zyski wzrastają do wysokości, które odpowiadają oczekiwaniom udziałowców, czyli na poziomie dwucyfrowym (*ang. double-digit growth*). Taka dynamika wzrostu jest trudna do utrzymania w długim okresie. Natomiast możliwa do osiągnięcia krótkookresowo, czyli np. co kwartał, półrocze, rok - a w takich odstępach czasowych raportowane są wyniki. W rezultacie, zarządy firm były zainteresowane wzrostem notowań akcji, a nie długookresowym rozwojem firmy. Co więcej, część wynagrodzeń zarządzających korporacjami była wypłacana w formie akcji. A to zwiększało ich zainteresowanie wzrostem kursów akcji. Tym samym, stworzony został

<sup>1</sup> J.K. Solarz, *Zarządzanie ryzykiem systemu finansowego*, Warszawa 2008, s. 117

<sup>2</sup> Niskie standardy na rynku kredytów hipotecznych w USA wprowadzono w latach 70. ubiegłego stulecia, uchwalając akty prawne (ustawy Home Mortgage Disclosure Act oraz Community Reinvestemnt Act.), mające na celu uczynienie rynku kredytów hipotecznych bardziej dostępnymi dla gospodarstw domowych z ubogich dzielnic, o niższych dochodach oraz dla mniejszości narodowych.

<sup>3</sup> D. Graj, *Tysiącletni Polski PKB*, Gazeta Bankowa, 21.10.2008.



niebezpieczny samonapędzający się mechanizm sztucznego zawyżania cen instrumentów finansowych.

**4. Sfera percepcji ryzyka.** Pojawienie się podmiotów stosujących agresywne strategie inwestycyjne, oczekujących skokowych wzrostów cen instrumentów finansowych w krótkim okresie. Do grona takich inwestorów można zaliczyć fundusze hedgingowe.

**5. Sfera instytucjonalna.** Niedostateczny nadzór ze strony komisji nadzoru finansowego, nieefektywne działania Międzynarodowego Funduszu Walutowe i Banku Światowego. Nadmierny stopień deregulacji rynków finansowych. Warto podkreślić, od że początku lat 70. ubiegłego stulecia, MFW stopniowo tracił na znaczeniu. W takich warunkach trudno wyróżnić instytucje, która mogłaby czuwać nad globalnym rynkiem finansowym.

**6. Sfera makroekonomiczna.** Odchodzenie od klasycznie pojmowanej równowagi makroekonomicznej, czego efektem były powstające globalne nierównowagi. W tym wysoki deficyt bilansu płatniczego w Stanach Zjednoczonych, a jednocześnie wielkie nadwyżki w Azji oraz państwach arabskich.

Wyróżnia się trzy podstawowe kanały zarażania w systemie finansowym:

- **realne** - związane z handlem międzynarodowym oraz bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi,
- **finansowe** - związane z zaangażowaniem finansowym inwestorów na rynkach zagranicznych i globalną dywersyfikacją portfela inwestycyjnego,
- **zachowanie stadne** - będące skutkiem zjawiska asymetrii informacji<sup>4</sup>.

Natomiast uwzględniając sferę realną gospodarki można wyróżnić m. in. następujące kanały przenoszenia kryzysu finansowego:

- **kanal zaufania** - spadek zaufania do instytucji finansowych niosący ze sobą ryzyko destabilizacji ich działalności poprzez wycofywanie depozytów, nieefektywność funkcjonowania rynku pieniężnego i wzrost kosztu pozyskania funduszy,
- **spowolnienie gospodarcze** - w efekcie wzrostu kosztów finansowania i ograniczenia dostępności kredytu dla podmiotów sektora realnego,
- **kanal walutowy** - skokowe zmiany kursów walutowych<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> A. Matysek – Jędrnych, *Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje*, Bank i Kredyt, styczeń 2008, s. 46-47.





Przy identyfikacji skutków kryzysu, który dotknął rynki finansowe uwzględniono stopień dotychczasowego oddziaływania. Podjęto również próbę ustalenia ważnych związków z punktu widzenia potrzeb praktyki gospodarczej. Respektując takie założenia, wyróżniono następujące obszary analizy: rynki finansowe, sektory gospodarki (finansowe jak i niefinansowe), przedsiębiorstwo, jak również gospodarka Polski.

### Rynki finansowe

W przypadku rynku pieniężnego, na szczególną uwagę zasługują rynek międzybankowy. W wyniku kryzysu finansowego instytucje finansowe stały się wobec siebie nieufne. W efekcie, banki wstrzymywały się z udzielaniem pożyczek innym uczestnikom rynku międzybankowego. Doprowadziło to do zmniejszenia płynności i w konsekwencji do wzrostu kosztów pozyskania funduszy na rynku międzybankowym.

W odniesieniu do rynku kapitałowego nieodzowne jest odwołanie się do zmian na giełdach papierów wartościowych. Skalę spadków wartości indeksów giełdowych ujmuje tabela nr 1.

Indeks	Spadek w 2008 roku
Dow Jones Industrial Average (giełda amerykańska)	35%
S&P 500 (giełda amerykańska)	39%
Nasdaq (giełda amerykańska)	42%
DAX (giełda niemiecka)	40%
FTSE 100 (giełda brytyjska)	32%
Nikkei 225 (giełda japońska)	42%
China Shanghai Composite (giełda chińska)	65%
Bovespa (giełda brazylijska)	41%
WIG20 (giełda polska)	48%
WIG (giełda polska)	51%

Tab.1. Zmiany wybranych indeksów giełdowych w 2008 roku.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie <http://www.marketwatch.com>

<sup>5</sup> Por. K. Rybiński, *Czy wzlatający orzeł złapie amerykańską grypę?*, s. 14, 15. <http://www.rybinski.eu/>, (19.12.2008)



Nastąpiło również zmniejszenie ofert spółek na rynku pierwotnym, czyli IPO (ang. *Initial Public Offering*). Od października 2007 r. do końca listopada 2008 r. liczba firm krajowych notowanych na europejskich giełdach prawie się nie zmieniła.

### **Finansowe sektory gospodarki**

W marcu 2008 r. Bear Stearns stanął u progu upadłości. Bank Bear Stearns został sprzedany konkurencyjnemu JP Morgan Chase za 240 mln dolarów. A jeszcze na początku 2007 r. był on wart 20 mld dolarów. Wrzesień 2008 r. to upadek Lehman Brothers Holdings. Wniosek o bankructwo ujawnił, że miał on 613 mld dolarów długu. Jego aktywa oszacowano na 639 mld dolarów. Działający od 158 lat jeden z największych banków inwestycyjnych w USA upadł w wyniku nietrafionych inwestycji w instrumenty rynku nieruchomości wartych 60 mld dolarów. Na wrzesień 2008 r. i przejęcie przez Goldman Sachs i Morgan Stanley statusu banków uniwersalnych datuje się również koniec ery banków inwestycyjnych. Wrzesień 2008 r. to również upadek największego banku uniwersalnego w USA, czyli Washington Mutual.

W konsekwencji problemów związanych z subprime mortgages, od 2007 do połowy 2008 r., instytucje finansowe straciły ok. 1 bln dolarów. W okresie od początku 2007 do listopada 2008 r. instytucje sektora ubezpieczeniowego zmuszone były odpisać z tytułu ekspozycji na amerykański subprime mortgages kwotę ok. 150 mld dolarów. Wśród najbardziej dotkniętych kryzysem instytucji ubezpieczeniowych znalazła się American International Group (AIG)<sup>6</sup>.

### **Niefinansowe sektory gospodarki**

Oddziaływanie kryzysu finansowego na niefinansowe sektory gospodarki rodzi szczególne zainteresowanie ze strony praktyki gospodarczej. W przypadku oddziaływania kryzysu finansowego na niefinansowe sektory gospodarki można sformułować następujące zależności:

- im popyt mniej wrażliwy na zmianę dochodów, tym branża bardziej odporna na kryzys finansowy,
- im bardziej kapitałochłonna branża tym mniej odporna na kryzys,
- im niższy udział kosztów stałych tym branża (jak również przedsiębiorstwo) bardziej odporne na kryzys finansowy.

---

<sup>6</sup> W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*, Warszawa 2009, s. 85.



Z punktu widzenia wpływu kryzysu finansowego na poszczególne branże można je podzielić na:

- zyskujące podczas kryzysu, np. branża windykacyjna, niektóre segmenty branży spożywczej, sieci dyskontowe, sieci fast food,
- zachowujące dotychczasową pozycję, np. branża zdrowotna, telekomunikacja, energetyka, wodociągi, usługi podstawowe dla ludności,
- tracące w wyniku kryzysu, np. branża deweloperska, transportowa, turystyczna, AGD, poligraficzna, papiernicza, wydawnicza, motoryzacyjna.

W warunkach działania przedsiębiorstw kluczowe jest zachowanie płynności. W tym względzie ryzyko bankructwa jest szczególnie wysokie w przypadku małych firm. A zwłaszcza tych, które są uzależnione od jednego lub kilku partnerów handlowych.

W kontekście powyższych rozważań, warto również przedstawić skutki kryzysu finansowego dla gospodarki Polski. W porównaniu do regionu Europy Środkowo – Wschodniej, polska gospodarka wydaje się stosunkowo odporna na oddziaływanie kryzysu finansowego. Czynniki, które uodparniają polską gospodarkę to przede wszystkim wysoki udział popytu wewnętrznego w kształtowaniu PKB (60,2% w 2007 r.), stosunkowo niewielki udział eksportu w kształtowaniu PKB (32,3% w 2007 r.), względnie niewielki udział wartości kredytów hipotecznych w stosunku do PKB (10% w 2007 r.). Natomiast czynniki, które powodują, że polska gospodarka jest narażona na kryzys to spowolnienie w strefie euro, szczególnie w Niemczech (między styczniem a październikiem 2008, 77,4% eksportu Polski trafiało na rynki UE), ucieczka kapitału z emerging markets, w tym z Polski i spadki na giełdach utrudniające pozyskiwanie kapitału. Do tych czynników należy również zaliczyć pogorszenie nastrojów przedsiębiorców i obniżenie wartości inwestycji, trudności banków z pozyskiwaniem pieniędzy na międzynarodowych rynkach finansowych zwiększające koszty kredytu dla przedsiębiorstw w Polsce, dekonstrukcja na Wyspach Brytyjskich i powroty emigrantów.