



POLSKI INSTYTUT SPRAW
MIĘDZYNARODOWYCH

BIURO BADAŃ I ANALIZ

BIULETYN

nr 45 (513) • 25 września 2008 • © PISM

Redakcja: Sławomir Dębski (redaktor naczelny),
Agnieszka Kondek (sekretarz Redakcji), Łukasz Kulesa

Unia Europejska a kryzys na amerykańskim rynku finansowym

Artur Gradziuk, Marcin Koczor

Kryzys na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych ukazał błędy w działaniach instytucji systemu finansowego, zwłaszcza w zakresie obrotu nowymi typami papierów dłużnych. Ze względu na specyfikę europejskiego rynku finansowego, w Unii Europejskiej w znacznie mniejszym niż w USA stopniu występowało ryzyko kryzysu, niemniej podejmowane są wielopłaszczyznowe działania w zakresie wzmocnienia stabilności i przejrzystości rynku finansowego. W najbliższym czasie można spodziewać się intensyfikacji inicjatyw podejmowanych przez UE, zwłaszcza w zakresie bliższej współpracy organów nadzoru rynku.

Geneza kryzysu. Źródła obecnego kryzysu na amerykańskim rynku finansowym tkwią w działaniach Banku Rezerw Federalnych (Fed) prowadzonych od 2001 r. W odpowiedzi na recesję związaną z tzw. „bańką internetową” Fed starał się doprowadzić do ożywienia gospodarczego poprzez obniżanie stóp procentowych. Czynnikiem sprzyjającym zastosowaniu tego narzędzia polityki monetarnej była niska inflacja. W rezultacie stopy procentowe zostały obniżone z poziomu 6,5% na początku 2001 r. do poziomu 1% w czerwcu 2003 r. Działania Fed przyniosły zamierzony skutek i od 2002 r. gospodarka amerykańska zaczęła odnotowywać wysokie wskaźniki wzrostu gospodarczego, osiągając rekordowy poziom 7,5% w trzecim kwartale 2003 r.

Jednym z przejawów ożywienia gospodarczego było ożywienie na rynku nieruchomości. Wynikało ono z niezwykle niskich kosztów kredytów hipotecznych, związanych z poziomem stóp procentowych. Z drugiej strony banki, ze względu na rosnące ceny nieruchomości, wykazywały dużą skłonność do udzielania kredytów hipotecznych, nawet osobom nie posiadającym wystarczającej zdolności kredytowej. Wysokie zaawansowanie rynku i rozwój instrumentów inżynierii finansowej umożliwiały rozłożenie ryzyka na wiele podmiotów systemu finansowego. Najpowszechniejszym instrumentem sekurytyzacji sprzyjającym ekspansji kredytowej była sprzedaż bankowych obligacji zabezpieczonych kredytami hipotecznymi (*mortgage-backed securities*) oraz kontraktów na ubezpieczenie przed niespłaceniem długu przez dłużnika (*credit default swap*), których rosnący i nieuregulowany obrót na rynku zwiększył ryzyko strat dla banków i funduszy różnego typu.

Wraz z rozpoczętymi w 2004 r. podwyżkami stóp procentowych (do 5,25% w czerwcu 2006 r.) i wzrostem kosztu kredytu skończył się boom na rynku nieruchomości, a od 2007 r. ceny nieruchomości zaczęły spadać. Rozpoczęła się również wyprzedaż obciążonych niespłaconymi kredytami nieruchomości, a kredytodawcy zaczęli ogłaszać bankructwo lub bardzo duże straty. Jednak rozmiar kryzysu stał się wiadomy dopiero w sierpniu 2007 r. wraz z ogłaszaniem przez banki i fundusze wielkości zaangażowania finansowego w papiery dłużne będące zabezpieczeniem ryzykownych kredytów hipotecznych. Rekordowe straty ogłosiły największe amerykańskie banki inwestycyjne, a bankructwo tak renomowanej instytucji jak Lehman Brothers stało się symbolem obecnego kryzysu.

Wśród najważniejszych przyczyn kryzysu należy wymienić kilka czynników: zbyt ekspansywną politykę monetarną Fedu po 2001 r. i zaniechanie działań prewencyjnych w okresie narastania boomu na rynku nieruchomości, nadmierną łatwość w dostępie do kredytów i wzrost ich ilości przy błędnym założeniu aprecjacji wartości nieruchomości, brak odpowiedniej kontroli nad nowymi instrumentami finansowymi wynikający z deregulacji rynku, czy brak nadzoru nad agencjami ratingowymi przedstawiającymi zawyżone oceny papierów dłużnych. Na skalę kryzysu wpłynął wysoki udział

kredytów ryzykownych w ogólnej liczbie kredytów hipotecznych(25%), znacznie wyższy niż np. w Europie. Rozmiary kryzysu zagroziły stabilności systemu finansowego USA, co skłoniło Fed i administrację prezydenta G. W. Busha do nietypowych dla tego kraju działań – pomocy publicznej dla prywatnych instytucji finansowych.

Reakcje Unii Europejskiej. W związku z globalnym charakterem rynków finansowych, zawirowania na rynku amerykańskim mają wpływ na sytuację na innych rynkach i są jednym z czynników wpływających na pogorszenie obecnej sytuacji gospodarczej w Unii Europejskiej. Według najnowszych prognoz Eurostat wzrost PKB w 2008 r. w strefie euro wyniesie 1,3%, a w UE27 1,4%. Prognozy te są gorsze od wiosennych szacunków Eurostat o odpowiednio 0,4 p.p. w przypadku strefy euro i 0,6 p.p. jeżeli chodzi o UE27. Europejski Bank Centralny (EBC) prowadzi obecnie bardziej restrykcyjną niż Fed politykę monetarną, dążąc do zapewnienia stabilności cen. Polityka ta jest krytykowana przez niektóre kraje strefy euro (jak np. Francję), które zarzucają EBC, że jego decyzje prowadzą do pogorszenia pozycji konkurencyjnej wielu europejskich eksporterów, negatywnie odczuwających skutki aprecjacji euro w stosunku do dolara i wysokich stóp procentowych.

Należy podkreślić, że skala strat instytucji finansowych operujących na rynkach UE nie jest tak znaczna jak w przypadku USA. Wynika to z mniejszej skłonności do podejmowania ryzykownych decyzji przez konsumentów i instytucje finansowe, szczególnie na rynku kredytów czy też rzadszego niż w USA stosowania najbardziej zaawansowanych instrumentów inżynierii finansowej. Działania podjęte przez UE wobec kryzysu na rynkach finansowych mają zarówno charakter krótko- jak i długookresowy. Działania krótkookresowe mają przede wszystkim na celu zapewnienie bieżącej płynności rynku bankowego. EBC od początku pojawienia się kryzysu w sierpniu 2007 r. wprowadził na rynek (w ramach operacji otwartego rynku) kilkaset mld euro celem zapewnienia szybkich środków pożyczkowych dla banków, w tym zaraz po upadku Lehman Brothers EBC 30 mld euro, dzięki czemu nie doszło do naruszenia płynności systemu bankowego w strefie euro.

Działania długofalowe mają na celu lepsze zarządzanie kryzysami na rynkach finansowych i wzmocnienie ich stabilności. Podstawy w tym zakresie uzgodnione zostały podczas spotkania Rady ECOFIN w październiku 2007 r. Zdefiniowano wtedy zasady, którymi powinny się kierować państwa członkowskie w zarządzaniu transgranicznymi kryzysami finansowymi, a także ustalono harmonogram działań w tej kwestii. Rada ECOFIN podkreśliła, że podstawową zasadą zarządzania kryzysem powinno być chronienie stabilności całego systemu, a nie zapobieganie bankructwom poszczególnych banków. Zaznaczono, że środki publiczne na przeciwdziałanie kryzysowi można wykorzystywać tylko w przypadkach zagrażających stabilności gospodarki w sposób bardzo poważny. W kwietniu 2008 r. przedstawiciele banków centralnych, organów nadzoru i ministerstw finansów zawarli porozumienie (*memorandum of understanding*) w sprawie transgranicznej stabilności finansowej, potwierdzając ustalenia ECOFIN w zakresie zarządzania kryzysami. Wśród posunięć zasługujących na uwagę można wyróżnić ustanowienie harmonogramów działań na rzecz dalszego usprawnienia funkcjonowania tzw. procesu Lamfalussy'ego (tworzenie i wdrażanie wspólnotowych regulacji odnośnie rynku finansowego), zwiększenia przejrzystości rynku, polepszenia standardów wyceny aktywów, wzmocnienia zasad ostrożnościowych i systemu zarządzania ryzykiem, a także analizy roli agencji ratingowych.

Wnioski. Trwający od sierpnia 2007 r. kryzys na rynku kredytów hipotecznych podważył wiarygodność najważniejszych instytucji amerykańskiego systemu finansowego: Fedu, Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, największych banków i głównych agencji ratingowych. Cechy utożsamiane z sukcesem gospodarki amerykańskiej – zdolność do wprowadzania nowych instrumentów finansowych, skłonność do podejmowania ryzyka, deregulacja rynku finansowego – w tym przypadku okazały się źródłem poważnych problemów. Brak płynności finansowej zmusił niektóre banki (Citigroup, Morgan Stanley, Merrill Lynch, także szwajcarski UBS) do sprzedaży udziałów państwowym funduszom majątkowym (*sovereign wealth funds*), których działalność – ze względu na kraje pochodzenia kapitału, brak przejrzystości działalności funduszy, ryzyko przejęcia (w celach politycznych, a nie ekonomicznych) kontroli nad ważnymi sektorami gospodarki – jest zjawiskiem budzącym obawy w USA i UE.

Unia Europejska już podjęła działania w celu zminimalizowania ryzyka zaistnienia kryzysu, jaki miał miejsce w USA i w najbliższym czasie można oczekiwać ich intensyfikacji. W obliczu występujących problemów zasadnym wydaje się wzmocnienie roli nadzoru bankowego na poziomie UE oraz ściślejsza i kompleksowa współpraca krajowych nadzorów państw członkowskich. Pomimo sceptycyzmu wyrażanego niekiedy w UE co do działań amerykańskich władz w obliczu kryzysu na rynku finansowym nie można wykluczyć, że gdyby na europejskich rynkach pojawił się podobny bardzo poważny kryzys, reakcja władz byłaby zbliżona do reakcji w USA.