

Kryzys finansowy 2008 roku w USA – przyczyny, przebieg i konsekwencje

Wstęp

Największy od 1929 r. światowy kryzys finansowy stał się faktem w 2008 roku. Problem, mający swoje źródło w Stanach Zjednoczonych, ze względu na globalne współzależności, w szybkim tempie rozprzestrzenił się na cały świat. Najbardziej dotknięte zostały nim kraje o najbardziej rozwiniętej gospodarce, a w szczególności te, w których dużą rolę odgrywają systemy bankowe. Mimo działań rządu amerykańskiego (plan Paulsona, pakiet stymulacyjny B. Obamy) oraz interwencji innych krajów, świat stanął w obliczu największego kryzysu gospodarczego od lat 30. XX wieku. Jednym z obserwowanych skutków jest groźba renacjonalizacji polityki ekonomicznej poszczególnych krajów oraz podważanie filarów działania obecnych organizacji, takich jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW).

Przyczyny kryzysu

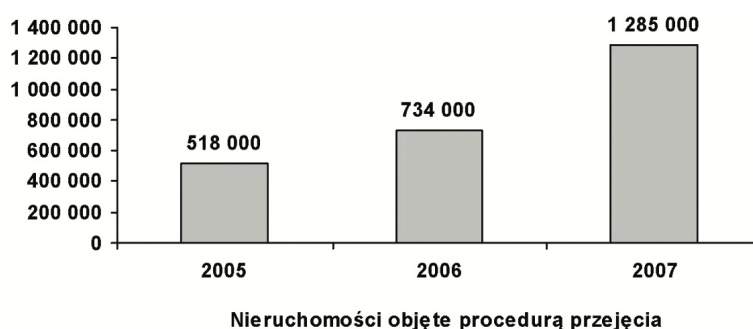
Przyczyną kryzysu była bańka spekulacyjna na rynku nieruchomości, która zaczęła rosnąć w latach 90. XX wieku. Stopniowa liberalizacja regulacji sektora finansowego doprowadziła do sytuacji, w której banki zaczęły udzielać kredytów hipotecznych bez należytych zabezpieczeń. Jednocześnie fundusze pożyczkowe stały się atrakcyjnym polem inwestycji – najpierw dla funduszy hedgingowych, a następnie dla banków. Rosnące nieustannie ceny nieruchomości skłaniały instytucje kredytowe do udzielania pożyczek nawet osobom bez stałego dochodu, ponieważ uznano, że sam dom jest wystarczającym zabezpieczeniem hipoteki.

To błędne założenie, w połączeniu z niewystarczającym nadzorem regulacyjnym i nadmiernym optymizmem inwestorów, doprowadziło do pęknięcia bańki spekulacyjnej i zapoczątkowania globalnego kryzysu finansowego.

Tymczasem sztucznie zawyżane ceny nieruchomości zaczęły się obniżać. Jednym z głównych powodów było podniesienie przez Zarząd Rezerwy Federalnej podstawowych stóp procentowych z 1 proc. w 2003 r. do 5,25 proc. w listopadzie 2006 r.³ Zwiększenie kosztu wzięcia kredytu doprowadziło do obniżenia popytu na nieruchomości i sprawiło, że coraz więcej Amerykanów zaczęło mieć problemy z terminowym spłacaniem rat hipotecznych.

Przejmowane przez banki i sprzedawane na rynku nieruchomości powodowały dalszy spadek cen, co oznaczało, że zysk ze sprzedaży nie pokrywał strat. Do końca 2007 r. kolejne instytucje zaczęły ujawniać gigantyczny deficyt spowodowany niespłaconymi przez Amerykanów kredytami hipotecznymi. W ten sposób ostatecznie pękła „bańka hipoteczna, jak nazwano nieuzasadniony sztuczny wzrost cen nieruchomości w USA. Skalę problemu ilustrują wykresy 1 i 2.

Wykres. 1. Liczba nieruchomości w USA objętych procedurą przejęcia (foreclosure) w latach 2005–2007



Źródło: Realty Trac⁵, <http://www.realtytrac.com/ContentManagement/pressrelease.aspx?ChannelID=9&ItemID=3988&acct=64847>

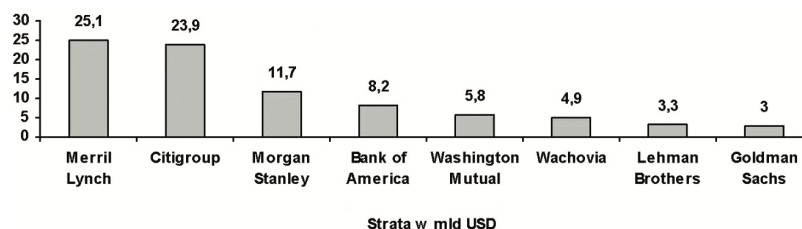
Miedzy 1998 a 2006 rokiem średnie ceny domów w USA wzrosły ponad dwukrotnie. Jednocześnie wskaźnik własności mieszkań zwiększył się z 64% w 1994 roku do 69% w 2005 roku. Ekspansję rynku napędzała łatwo dostępna pożyczka hipoteczna, co prowadziło do wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych z 61% PKB w 1998 roku do 97% PKB w 2006 roku.

Na niskie stopy procentowe po recesji w 2001 roku wskazywano jako jeden z czynników przyspieszających wzrost rynku nieruchomości. Inni analitycy podkreślają rolę globalnych czynników, takich jak nadmiar oszczędności w gospodarkach wschodzących, które obniżyły stopy procentowe.

Przebieg kryzysu

Kiedy ceny nieruchomości osiągnęły szczyt w 2006 roku, rynek zaczął się załamywać. Spadek cen doprowadził do wzrostu liczby niewypłacalnych kredytobiorców. W sierpniu 2007 roku rozpoczęły się trudności na rynkach finansowych, a w marcu 2008 roku JPMorgan Chase przejął Bear Stearns z pomocą Rezerwy Federalnej. Jesienią 2008 roku Lehman Brothers ogłosił bankructwo, co pogłębiło kryzys finansowy. Bańka spekulacyjna na rynku kredytów hipotecznych zaczęła pękać w drugiej połowie 2007 roku, gdy banki zaczęły informować o ogromnych stratach oraz zagrożeniu bankructwem. Do końca tego roku niewypłacalność ogłosiło kilkadziesiąt instytucji finansowych.

Wykres. 2. Straty wybranych amerykańskich korporacji finansowych spowodowane kredytami subprime w okresie styczeń 2007 – kwiecień 2008



Źródło: Bloomberg.

Pogarszająca się koniunktura gospodarcza zmusiła Fed do drastycznej obniżki stóp procentowych do 2% oraz udzielenia pożyczek bankom na łączną kwotę 41 mld USD. Najtrudniejsze chwile na rynkach finansowych przypadły na rok 2008. W marcu upadł bank Bear Stearns, a instytucje takie jak Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers oraz Citigroup zostały uznane za zagrożone bankructwem i dokapitalizowane przez państwo.

Pomimo tego wsparcia Lehman Brothers i Merrill Lynch ogłosiły upadłość, a największy amerykański ubezpieczyciel AIG oraz instytucje finansowe Fannie Mae i Freddie Mac zostały przejęte przez rząd. Rozprzestrzenianie się kryzysu spowodowało dalsze działania interwencyjne. W październiku 2008 roku uchwalono tzw. plan Paulsona o wartości 700 mld USD, mający na celu stabilizację sektora finansowego.

Spadająca płynność na rynku międzybankowym oraz wzrost bezrobocia, spadek produkcji i konsumpcji zmusiły Fed do dalszego obniżenia stóp procentowych do rekordowo niskiego poziomu 0,25% w grudniu 2008 roku. Zmniejszenie dostępności kredytów wywarło również negatywny wpływ na sprzedaż samochodów. W 2009 roku, aby uratować koncerny Chrysler i General Motors przed upadłością, rząd dokapitalizował je na kwotę kilkunastu miliardów dolarów.

W sektorach bankowym i motoryzacyjnym doszło do masowych zwolnień – w samym 2008 roku pracę straciło 2,6 mln osób, co stanowiło najgorszy wynik od czasów II wojny światowej. Stopa bezrobocia wzrosła do 7%. Kryzys pogłębiały także gwałtowne spadki indeksów giełdowych – Dow Jones Industrial Average spadł o 7%, a indeksy S&P oraz NASDAQ o 9%, co było największym jednodniowym spadkiem od 21 lat.

Kryzys gospodarczy odbił się także na cenach surowców – ropa naftowa spadła z ponad 140 USD do poniżej 40 USD za baryłkę, a cena miedzi zmalała z 9 tys. USD do niespełna 3 tys. USD za tonę.

Według szacunków Międzynarodowego Funduszu Walutowego do października 2008 roku straty wywołane kryzysem w USA wyniosły 1,4 bln USD, z czego 750 mld USD stanowiły pożyczki hipoteczne, a 650 mld USD inne toksyczne papiery wartościowe.

Choć inwestorzy zagraniczni początkowo przenosili kapitał poza Stany Zjednoczone, pod koniec 2008 roku, w obliczu problemów na innych rynkach, część kapitału wróciła do USA, co nieco złagodziło sytuację.

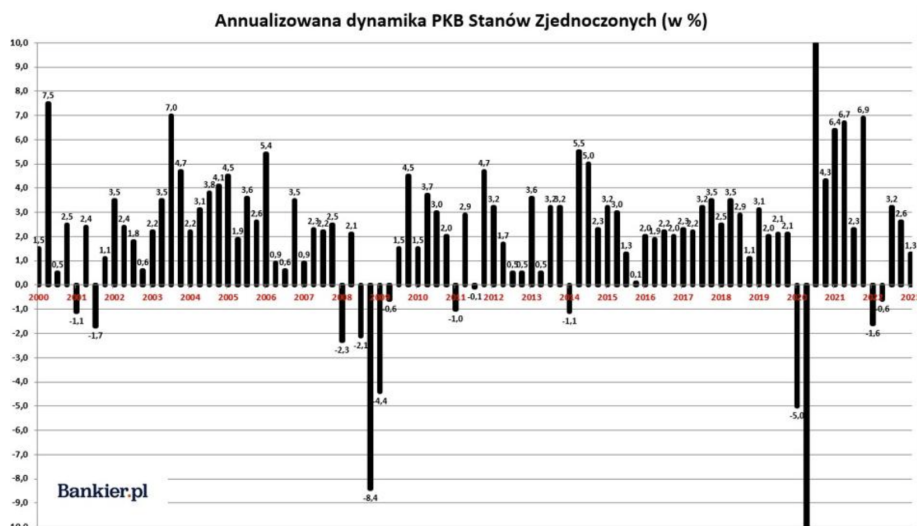
Dochód narodowy USA wzrósł w 2008 roku jedynie o 1,1%, znacznie mniej niż w poprzednich latach (2,0% w 2007 roku i 2,8% w 2006 roku). W 2009 roku administracja prezydenta Obamy oraz Fed wdrożyły kolejne środki stymulujące gospodarkę, w tym American Recovery and Reinvestment Act (ARRA) o wartości 787 mld USD. Program przewidywał ulgi podatkowe, zasiłki oraz inwestycje w infrastrukturę, edukację i służbę zdrowia.

Mimo podejmowanych działań bezrobocie rosło – w ostatnim kwartale 2009 roku wyniosło 10%. Ostatecznie jednak recesja zaczęła ustępować, a wzrost PKB w III i IV kwartale 2009 roku osiągnął odpowiednio 2,2

Wpływ na gospodarkę ogólną

Sektor mieszkaniowy był głównym czynnikiem napędzającym nie tylko kryzys finansowy, ale także spowolnienie ogólnej aktywności gospodarczej. Inwestycje w budownictwo mieszkaniowe osiągnęły szczyt w 2006 roku, podobnie jak zatrudnienie w budownictwie mieszkaniowym. Cała gospodarka osiągnęła szczyt w grudniu 2007 roku, w miesiącu uznawanym przez Narodowe Biuro Badań Ekonomicznych za początek recesji. Początkowo spadek aktywności gospodarczej był umiarkowany, ale gwałtownie się pogłębił jesienią 2008 roku, gdy napięcia na rynkach finansowych osiągnęły kulminację. Od szczytu do dna Produkt Krajowy Brutto (PKB) Stanów Zjednoczonych spadł o 4,3%, co uczyniło tę recesję najgłębszą od czasów II wojny światowej. Była ona również najdłuższa, trwając osiemnaście miesięcy. Stopa bezrobocia wzrosła ponad dwukrotnie, z mniej niż 5% do 10%.

W odpowiedzi na pogarszające się warunki gospodarcze, Komitet ds. Operacji Otwartego Rynku (FOMC) obniżył docelową stopę funduszy federalnych z 4,5% na koniec 2007 roku do 2% na początku września 2008 roku. W miarę nasilania się kryzysu finansowego i gospodarczego jesienią 2008 roku, FOMC przyspieszył cięcia stóp procentowych, sprowadzając je do efektywnego minimum – przedziału docelowego od 0 do 25 punktów bazowych – do końca roku. W listopadzie 2008 roku Rezerwa Federalna zainicjowała również pierwszy z serii programów zakupu aktywów na dużą skalę (LSAP), nabywając papiery wartościowe zabezpieczone hipotekami oraz długoterminowe obligacje skarbowe. Zakupy te miały na celu obniżenie długoterminowych stóp procentowych i poprawę warunków finansowych w szerszym zakresie, wspierając tym samym aktywność gospodarczą (Bernanke 2012).



Recesja zakończyła się w czerwcu 2009 roku, ale słabość gospodarcza utrzymywała się. Wzrost gospodarczy był jedynie umiarkowany – średnio wynosił około 2% w pierwszych czterech latach ożywienia – a stopa bezrobocia, szczególnie długoterminowego, pozostawała na historycznie wysokich poziomach.

W obliczu tej przedłużającej się słabości, Rezerwa Federalna utrzymywała wyjątkowo niski poziom docelowej stopy funduszy federalnych i poszukiwała nowych sposobów zapewnienia dodatkowej stymulacji monetarnej. Obejmowały one dodatkowe programy LSAP, popularnie nazywane luzowaniem ilościowym (QE). FOMC zaczął również bardziej wyraźnie komunikować swoje zamiary dotyczące przyszłych ustawień polityki w swoich oświadczeniach publicznych, szczególnie w odniesieniu do okoliczności, w których wyjątkowo niskie stopy procentowe byłyby odpowiednie.

W grudniu 2012 roku Komitet ogłosił, że przewiduje, iż wyjątkowo niskie stopy procentowe będą prawdopodobnie utrzymywane, dopóki stopa bezrobocia nie spadnie poniżej 6,5%, a inflacja nie przekroczy o więcej niż pół punktu procentowego długoterminowego celu Komitetu wynoszącego 2%. Strategia ta, znana jako „forward guidance”, miała na celu przekonanie opinii publicznej, że stopy pozostaną niskie przynajmniej do momentu spełnienia określonych warunków gospodarczych, co z kolei miało wywierać presję na obniżenie długoterminowych stóp procentowych.

Skutki dla gospodarki Stanów Zjedonczonych

Recesja spowodowała spadek PKB o 4,3% oraz wzrost bezrobocia z poziomu poniżej 5% do 10%. Chociaż oficjalnie zakończyła się w czerwcu 2009 roku, ożywienie gospodarcze było powolne. Fed kontynuował politykę niskich stóp procentowych i wdrożył dodatkowe programy luzowania ilościowego (QE) oraz forward guidance, informując o przyszłych działaniach w celu stabilizacji rynków finansowych.

Skala kryzysu ujawniła z całą mocą kruchość i słabe fundamenty współczesnego systemu gospodarczego. Pokazuje to, jak łatwym celem dla wrogich sił, takich jak państwa czy organizacje terrorystyczne, może stać się gospodarka wybranego kraju lub regionu. Funkcjonowanie współczesnej bankowości, oparte niemal wyłącznie na zaufaniu klientów (banki nie są przygotowane na ewentualną nagłą wypłatę wszystkich depozytów), sprawia, że instytucje finansowe są szczególnie narażone na ryzyko upadłości. Warto zauważyć, że trudności dotknęły nawet uznane firmy o ponadstuletniej tradycji i stabilnej pozycji na rynku. Przykład Bear Stearns, niezależnie od przyczyn jego bankructwa, ilustruje realność takich zagrożeń.

Wykres 1. Kształtowanie się indeksów WIG20, FTSE 100, DAX i S&P 500 w latach 1996-2008



Źródło: Opracowanie własne PricewaterhouseCoopers na podstawie danych bossa.pl

Owa sytuacja potwierdza znaną tezę o globalnych powiązaniach między gospodarkami poszczególnych krajów. Kryzys w USA bardzo szybko odczuł cały świat. Z jednej strony takie uzależnienie należy traktować jako słabość światowego systemu finansowego. Z drugiej strony stanowi ono zabezpieczenie przed ewentualnymi próbami gospodarczego ataku

Na przykład Chiny, posiadające ogromne ilości obligacji skarbowych USA, mogłyby poważnie zaszkodzić, a nawet doprowadzić do bankructwa amerykańską gospodarkę, lecz skutki takiego działania byłyby równie katastrofalne dla samych Chin.

Mimo kryzysu, który został wywołany wadliwym funkcjonowaniem rynku amerykańskiego, Stany Zjednoczone pozostają światowym centrum finansowym. Ich gospodarka nadal oferuje największe możliwości inwestycyjne, a jakość prawa i instytucji, pomimo pewnych słabości, wciąż uchodzi za najwyższą na świecie. Alternatywą dla Nowego Jorku w kontekście finansów i handlu nie są ani stolice krajów Unii Europejskiej, ani tym bardziej Pekin czy Moskwa.

Reformy regulacyjne

Mimo zaangażowania olbrzymich środków finansowych w celu uspokojenia sytuacji na rynkach, kryzys nadal się pogłębiał. Nawet najbardziej znane, zasobne i szanowane firmy znalazły się na krawędzi bankructwa. Administracja opracowała więc kompleksowy plan ratowania gospodarki (tzw. plan Paulsona), którego głównym punktem był wykup najbardziej ryzykownych długów instytucji finansowych za około 700 mld USD. Plan został przyjęty 3 października 2008 roku.

Plan Paulsona jest jednak tylko symbolem i stanowi niewielką część interwencji rządu USA na rynku finansowym w 2008 roku. Według obliczeń ekspertów, łączna suma zobowiązań, gwarancji i bezpośrednich interwencji sięgnęła 7,7 bln USD, co oznaczało koszt około 24 tys. USD na jednego mieszkańca Stanów Zjednoczonych.

Działania rządu amerykańskiego wzbudzały wiele kontrowersji. Poziom ingerencji rządu w gospodarkę znacząco wzrósł. Eksperci wskazują, że zwiększenie długu publicznego jest działaniem doraźnym, które w długim okresie może jeszcze bardziej pogłębić problem zadłużenia amerykańskiej gospodarki. Mimo to administracja Baracka Obamy kontynuowała wydatki rządowe, przeznaczając kolejne miliardy dolarów na ratowanie gospodarki. Pakiet stymulacyjny o łącznej wartości 787 mld USD, przyjęty 14 lutego 2009 roku przez Senat USA, zawierał fundusze na ochronę miejsc pracy (m.in. nauczycieli) oraz na nowe inwestycje w infrastrukturę.

Ustawa Dodd-Frank z 2010 roku wprowadziła nowe regulacje, w tym Radę Nadzoru Stabilności Finansowej oraz mechanizm likwidacji porządkowej (Orderly Liquidation Authority). Wprowadzono także obowiązek przygotowywania planów awaryjnych dla dużych instytucji finansowych.

Wnioski

Kryzys finansowy z 2008 roku uwypuklił potrzebę wprowadzenia bardziej rygorystycznej regulacji rynków finansowych oraz skuteczniejszego nadzoru nad instytucjami systemowo ważnymi. Wydarzenia te obnażyły słabości w strukturze globalnego systemu finansowego, w tym nadmierne ryzyko podejmowane przez instytucje finansowe, niedoskonałości w ocenie ryzyka oraz brak odpowiednich mechanizmów reagowania na kryzysy.

W odpowiedzi na powyższe wyzwania wprowadzono szereg reform, takich jak przepisy zawarte w ustawie Dodd-Frank, które miały na celu wzmocnienie stabilności finansowej, ograniczenie nadmiernego zadłużania oraz zapewnienie lepszej ochrony konsumentów.

Pomimo podjętych działań, kryzys ten pozostawił trwałe piętno na gospodarce światowej, prowadząc do długotrwałego spowolnienia wzrostu gospodarczego, wzrostu nierówności dochodowych oraz trwałego osłabienia zaufania do instytucji finan-

sowych i rządów. Jego konsekwencje są nadal odczuwalne w postaci zwiększonej ostrożności inwestorów, a wielu regulacji finansowych wprowadzonych przez ówczesne rządy, co ogranicza przestrzeń dla działań polityki monetarnej wielu krajów i bloków gospodarczych.

Literatura

- [1] Bank for International Settlements. *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system*. Revised June 2011a.
- [2] Bank for International Settlements. *Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement*. July 2011b.
- [3] Bernanke, Ben. *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Speech given at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Va., March 10, 2005.
- [4] Bernanke, Ben. *Monetary Policy and the Housing Bubble*. Speech given at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Ga., January 3, 2010.
- [5] Bernanke, Ben. *Monetary Policy Since the Onset of the Crisis*. Speech given at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyo., August 31, 2012.
- [6] Covitz, Daniel, Nellie Liang, and Gustavo Suarez. *The Evolution of a Financial Crisis: Collapse of the Asset-Backed Commercial Paper Market*. Journal of Finance 68, no. 3 (2013): 815–848.
- [7] Ennis, Huberto, and Alexander Wolman. *Excess Reserves and the New Challenges for Monetary Policy*. Federal Reserve Bank of Richmond Economic Brief no. 10-03 (March 2010).
- [8] Federal Reserve System, Capital Plan, 76 Fed Reg. 74631 (December 1, 2011) (codified at 12 CFR 225.8).
- [9] Taylor, John. *Housing and Monetary Policy*. NBER Working Paper 13682, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, December 2007.