

ZAŁAMANIE RYNKÓW PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH NA TLE GLOBALNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO

Wioletta Nawrot¹

Streszczenie

Zanim ostatni w historii globalny kryzys finansowy istotnie osłabił sektor realny, znacząco odcisnął on swoje piętno na rynkach finansowych, w tym zarówno na sektorze bankowym oraz ubezpieczeniowym, jak również na rynkach papierów wartościowych w większości jego segmentów.

Celem artykułu jest poddanie teoretycznej analizie kanałów oddziaływania kryzysu finansowego na rynki papierów wartościowych, jak również ukazanie załamania rynków akcji, dłużnych papierów wartościowych oraz innowacyjnych instrumentów finansowych na skutek wybuchu jednego z najgroźniejszych w skutkach od lat 30. XX wieku globalnego kryzysu finansowego. W artykule poddano również analizie skutki zawirowań na rynkach papierów wartościowych dla inwestorów oraz dla emitentów papierów wartościowych.

Podjęte w artykule teoretyczne rozważania osadzone zostały w konwencji modelu kryzysów finansowych Hyman'a P. Minsky'ego (1986), który ze względu na swoją konstrukcję stanowi doskonały punkt wyjścia do interesujących nas zagadnień.

Kanały oddziaływania kryzysu finansowego na rynki papierów wartościowych

Wybuch ostatniego w historii globalnego kryzysu finansowego, jak zostało to przedstawione w dalszej części artykułu, pierwotnie wiązany jest z zaburzeniami, jakie wystąpiły na zbyt intensywnie rozwijającym się rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Biorąc powyższe pod uwagę, podjęta analiza nie powinna być prowadzona w oderwaniu od uwarunkowań i wzajemnego oddziaływania rynku finansowego i nieruchomości.

Zatem można wyróżnić kilka kanałów oddziaływania kryzysu finansowego wywołanego na skutek zaburzeń na rynku nieruchomości na rynki papierów wartościowych.

Po pierwsze należy zwrócić uwagę na ściśle powiązania pomiędzy rynkiem papierów wartościowych a rynkiem nieruchomości. Jako że przedmiotem zainteresowania artykułu są zaburzenia na rynkach papierów wartościowych wywołane zjawiskami kryzysowymi na rynkach finansowych, istotne jest określenie charakteru teoretycznych powiązań pomiędzy rynkiem nieruchomości a rynkami papierów wartościowych.

Biorąc pod uwagę przyczyny wybuchu globalnego kryzysu finansowego, jego przebieg i skutki, odniesienie się do modelu teoretycznego kryzysów finansowych autorstwa Hymana P. Minsky'ego (1986) oraz próba osadzenia interesujących nas zależności w tradycji tego modelu wydaje się w tym przypadku ściśle uzasadniona. Teoria Minsky'ego nawiązuje bowiem do klasyków, włączając John'a Stuart'a Mill'a, Alfred'a Marshall'a, Knut'a Wicksell'a oraz Irving'a Fisher'a, którzy również, tak jak Minsky, odwoływali się do kwestii zmienności w podaży kredytu. Tak jak Fisher, Minsky przywiązywał dużą wagę do zachowania wysoko zadłużonych kredytobiorców, szczególnie tych, którzy zwiększają

¹ Doktor nauk ekonomicznych, CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych Fundacja Naukowa.

zadłużenie w celu sfinansowania inwestycji w nieruchomości, papiery wartościowe, instrumenty rynku towarowego, itp., które z kolei w krótkim okresie miały im przysporzyć korzyści finansowych. Motywem takich transakcji jest pozytywna różnica pomiędzy oczekiwaną przez kredytobiorcę stopą zwrotu z inwestycji a oprocentowaniem kredytów - w okresie silnego wzrostu cen, gdy stopa zwrotu z inwestycji przewyższa oprocentowanie kredytu, operacja taka jest opłacalna.

Hyman P. Minsky, amerykański ekonomista o keynes'owskiej tradycji, poświęcił się badaniom nad istotą zadłużenia oraz jego wpływu na procesy ekonomiczne. Istotną wartość dodaną, jaką wniósł do rozumienia zjawisk ekonomicznych jest wykazanie, w jaki sposób stabilność ekonomiczna, tak pożądana, sprzyja rosnącej i w pewnym momencie nadmiernej kreacji kredytu (w różnych formach), prowadząc po pierwsze do niestabilności systemu finansowego oraz „bańki” spekulacyjnej, a następnie, w konsekwencji – do ograniczeń kredytowych i do wzrostu wolatylności rynku, oraz, na końcu – do zahamowania wzrostu gospodarczego. „Bańka” spekulacyjna oraz nadmierna kreacja kredytu może prowadzić do kryzysu finansowego, choć sam Minsky utwierdzał nas w przekonaniu, iż takie kryzysy nie są częste, zważywszy na wydłużające się cykliczne okresy stabilności gospodarczej zakłócanej zjawiskami kryzysowymi, oraz biorąc pod uwagę rolę stabilizującą regulatorów państwowych. Minsky wskazał też na pro-cykliczne zmiany w podaży kredytu, która rośnie w okresie dynamicznego wzrostu gospodarczego oraz spada, kiedy gospodarka zwalnia. Ekonomista wyraził przekonanie, iż właśnie taki pro-cykliczny charakter podaży kredytu zwiększa prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu finansowego.

W swoich rozważaniach Minsky kompleksowo tłumaczy również uwarunkowania i mechanizmy rządzące współczesnym systemem finansowym oraz wskazuje na liczne przyczyny jego podatności na zjawiska kryzysowe. Rynek finansowy podlega dynamicznym zmianom. Obecnie nie jest to już ten sam rynek, co kilkadziesiąt lat temu, to nie jest już ten sam rynek, co zaledwie dziesięć lat temu. Rynek ten jest coraz bardziej dynamiczny, nowoczesny i „egzotyczny”, a wszystko to nie sprzyja jego stabilności. Hyman P. Minsky zwrócił uwagę i rozwinął koncepcję, która z punktu widzenia rozważań podjętych w artykule wydaje się pierwszorzędna, wskazując na zmieniające się rynki finansowe oraz nadmierne rosnące zadłużenie uczestników rynku finansowego, jak również zmiany w strukturze tego zadłużenia jako poważne wyzwanie naszych czasów.

Opublikowana w latach 80. XX w. jego praca pt. „*Stabilizing an Unstable Economy*” w początkowym okresie nie została przyjęta z wielkim entuzjazmem, podczas gdy trzy dekady później urosła do miana „biblii”, jeżeli mierzyć jej sukces zainteresowaniem lub liczbą jej cytowań. Okazało się bowiem, iż rozprawa w sile argumentów i nowoczesnością rozważań wyprzedziła swoje czasy oraz okazała się prorocza, jeżeli chodzi o obecny, globalny kryzys finansowy.

Zgodnie z teorią Minsky'ego pierwszym krokiem w kierunku wystąpienia kryzysu finansowego jest pojawienie się w systemie ekonomicznym pewnego rodzaju zewnętrznego „szoku”; bazując na omawianym modelu za „szok” można uznać np. dynamiczny rozwój rynku nieruchomości. „Szok” ma istotną siłę oddziaływania na wszystkich uczestników rynku, a pośrednio również na całą gospodarkę. Wynika to z tego, że wraz ze wzrostem rynku nieruchomości rozwijają się branże powiązane z tym rynkiem: wzrost popytu na nieruchomości powoduje z jednej strony większe wykorzystanie „mocy produkcyjnych” w budownictwie oraz pokrewnych branżach oraz zwiększenie przychodów w tych branżach. Po pewnym czasie, kiedy „moce produkcyjne” nie pokrywają zgłoszonego popytu, rosną ceny nieruchomości, z kolei rosnące ceny przekładają się na rosnące zyski przedsiębiorstw działających w tych branżach, co w rezultacie przyciąga nowe firmy skłonne zainwestować w odnowienie „mocy produkcyjnych”. W rezultacie omawiany „szok” prowadzi do

ponadprzeciętnego wzrostu gospodarczego (w części dochodów korporacyjnych²), co z kolei rozbudza optymizm wśród przedsiębiorców – poprzez wskazane kanały oraz gospodarstw domowych - poprzez rozkwit rynku pracy. Optymistyczne przewidywania co do korzystnej koniunktury gospodarczej w jeszcze większym stopniu przyciągają nowych przedsiębiorców skłonnych zainwestować w dynamicznie rozwijające się branże, a jednocześnie nowych nabywców nieruchomości. Dopóki popyt przewyższa podaż, na rynku nieruchomości rosną ceny, co z kolei sprawia, iż gospodarstwa domowe, które nosiły się z zamiarem zakupu nieruchomości, w obawie przed dalszym wzrostem cen przyśpieszają decyzję zakupu, tym bardziej, że warunki udzielenia kredytu w okresie korzystnej koniunktury gospodarczej (ze względu na wyższą zdolność kredytową, niższe ryzyko kredytowe oraz dużą konkurencję na rynku instytucji finansowych) są zachęcające. Generalnie rzecz biorąc, wzrost cen na rynku nieruchomości motywuje nabywców pierwszych swoich domów do ich zakupu celem „zabezpieczenia” się przed dalszym wzrostem cen, podczas gdy dla już posiadających swoją nieruchomość jest powszechnym narzędziem spekulacji (w tym przypadku kolejne nieruchomości mieszkalne traktowane są w charakterze aktywa inwestycyjnego). To z kolei jeszcze bardziej nakręca spiralę cen na rynku nieruchomości, aż do powstania bańki cenowej. Intensywny rozwój rynku nieruchomości przekładający się na wzrost zysków przedsiębiorstw oraz instytucji finansowych prowadzi do wzrostu cen na rynkach papierów wartościowych, zarówno w segmencie udziałowych, jak też dłużnych papierów wartościowych. Łatwa dostępność kredytu i optymizm sprzyjają przedsięwzięciom inwestycyjnym firm, a zatem również oczekiwaniom co do generowania wyższych zysków w przyszłości. Dzięki temu rośnie zainteresowanie inwestorów zakupem papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa, co w rezultacie wywołuje wzrost ceny rynkowej tych walorów. Z kolei zainteresowanie rynku nowymi emisjami akcji sprzyja inwestycjom przedsiębiorców, co dodatkowo wzmacnia zarówno rynek nieruchomości (i pokrewnych branż) oraz rynek papierów wartościowych.

Tak jak w przypadku rynku nieruchomości, jak wskazano, wzrost cen może przyśpieszyć decyzje zakupu nieruchomości celem bądź „zabezpieczenia” się przed dalszym wzrostem cen, bądź celem wykorzystania trendu w celach spekulacyjnych, tak ze względu na typowo inwestycyjny charakter rynku papierów wartościowych mamy do czynienia ze wzrostem aspiracji spekulacyjnych inwestorów, którzy popadają w „gorączkę” zakupów w następstwie wysokich i rosnących stóp zwrotu w niedalekiej przeszłości. W takiej euforii inwestycyjnej kondycja emitentów papierów wartościowych i fundamentalna wartość ich walorów zaczyna tracić na znaczeniu, o ile znajdzie się kolejny inwestor będący w stanie zaakceptować jeszcze wyższy poziom cen na rynku papierów wartościowych.

W cykl spekulacyjny na rynku nieruchomości oraz na rynku papierów wartościowych często włączają się też banki, które walczą między sobą o utrzymanie bądź powiększenie udziału w rynku kredytowym, traktując mniej rygorystycznie standardy ostrożnościowe. Obserwując korzystną koniunkturę na rynku nieruchomości i papierów wartościowych banki zazwyczaj rozszerzają swoją ofertę produktową o kredyty z przeznaczeniem na zakup kolejnych nieruchomości lub papierów wartościowych, z zabezpieczeniem kredytu na zakupionych w ramach tego kredytu aktywów lub aktywów innego rynku. Typowe dla dzisiejszego porządku finansowego jest to, iż aktywa będące przedmiotem zabezpieczenia kredytu wyceniane są według aktualnej wartości rynkowej. Oznacza to, iż w okresie wzrostu cen na rynku nieruchomości oraz rynku papierów wartościowych rośnie również wartość zabezpieczenia kredytowego, która w fazie ekspansji jest z reguły wyższa od wartości ogółem zadłużenia kredytowego. Wzrost wartości zabezpieczenia rodzi z kolei tendencje banków do

² W latach 80. XX w. zyski firm stanowiły 3% PKB Stanów Zjednoczonych, pod koniec lat 90. wzrosły do 10% PKB.

proponowania swoim dotychczasowym klientom kolejnych, dodatkowych produktów kredytowych, z różnym przeznaczeniem, w tym również z przeznaczeniem na kolejny zakup nieruchomości lub papierów wartościowych. Z kolei nadmierny optymizm skłania podmioty do sięgania po kolejne transze zadłużenia celem sfinansowania kolejnych zakupów. A ponieważ na etapie euforii mamy też do czynienia z procesem „*follow-the-leader*”, w spekulacyjny „wyścig” włączają się kolejni uczestnicy, ci, którzy obserwując zachowania innych uczestników rynku również chcą skorzystać z nadarzającej się okazji do zarobienia „łatwych” pieniędzy. Nie trudno sobie wyobrazić, iż środki te dodatkowo zasilają rynek nieruchomości i papierów wartościowych powodując dalszy wzrost cen. „Gorączka” spekulacyjna nie pozwala na normalne, racjonalne zachowania inwestycyjne, co powoduje, iż zarówno na rynku nieruchomości, jak również na rynku papierów wartościowych tworzy się „bańka”, tym samym rośnie też ryzyko ew. jej „pęknięcia”.

Intensywny rozwój rynku nieruchomości pociąga za sobą dynamiczny rozwój nie tylko rynku papierów wartościowych w jego segmencie „tradycyjnym”, obejmującym m.in. akcje i obligacje przedsiębiorstw, ale również w segmencie innowacyjnych instrumentów finansowych. Po pierwsze, wraz ze wzrostem rynku nieruchomości wzrasta również rynek kredytów hipotecznych, a w rezultacie ryzyko kredytowe banków. Chcąc jednak skorzystać z korzystnej koniunktury na rynku nieruchomości banki dążą na wszelkie sposoby do zwiększenia akcji kredytowej. A ponieważ często w takich warunkach dynamika wzrostu depozytów bankowych nie dorównuje dynamice wzrostu kredytów hipotecznych (ze względu m.in. na alternatywne skierowanie oszczędności na rynki papierów wartościowych), banki decydują się na sekurytyzację, inaczej mówiąc – na emisję papierów wartościowych zabezpieczonych na portfelu udzielonych kredytów hipotecznych (ang. *mortgage-backed securities* – MBS). W drodze sprzedaży tych walorów banki pozyskują nowy kapitał, a jednocześnie możliwości udzielania nowych kredytów, ograniczając jednocześnie ryzyko kredytowe związane z portfelem kredytów hipotecznych w drodze transferu tego ryzyka na rynek papierów wartościowych. Z kolei po stronie nabywców obligacji oraz innych instrumentów o charakterze dłużnym, celem ograniczenia ryzyka kredytowego płynącego z tych instrumentów uczestnicy rynku papierów wartościowych mogą zdecydować o zakupie *credit default swaps* – CDS, czyli pewnego rodzaju ubezpieczenia ryzyka kredytowego swoich inwestycji. W ramach kontraktu CDS jego nabywcy zobowiązują się do okresowych płatności na rzecz wystawcy CDS, w zamian za wypłatę kwoty wierzytelności w przypadku jej nieściągalności. Zatem sekurytyzacja i transakcje na rynku *credit default swaps* ograniczają ryzyko kredytowe pierwotnych kredytodawców i inwestorów, co bynajmniej nie oznacza, że to ryzyko zostało z rynku wyeliminowane. Omawianych operacje prowadzą jedynie do transferu ryzyka kredytowego pomiędzy uczestnikami rynku papierów wartościowych zabezpieczonych na portfelu kredytów hipotecznych, a obok tego potęgują inny typ ryzyka – ryzyko inwestycyjne związane z instrumentami MBS oraz CDS.

Podsumowując, we współczesnym systemie finansowym rynki nieruchomości i papierów wartościowych w segmencie „tradycyjnym” oraz w segmencie „innowacyjnym” są ze sobą ściśle powiązane. Jest to dość złożony system powiązań inter- i intrarynkowych sprowadzający się do tego, że rozwój jednego z nich pociąga za sobą rozwój drugiego. Wobec powyższego, „bańka” na rynku nieruchomości często powstaje równolegle z „bańką” na rynkach papierów wartościowych i dotyczy to zarówno segmentu akcji, jak również obligacji korporacyjnych (w tym też *commercial papers*), w niemniejszym stopniu jak papierów wartościowych wystawionych na bazie kredytów hipotecznych oraz derywatów. Zatem pęknięcie „bańki” nieruchomości może się przyczynić do załamania rynków papierów wartościowych we wszystkich wspomnianych segmentach, ze wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami.

Kolejnym kanałem oddziaływania kryzysu finansowego na rynki papierów wartościowych jest silne powiązanie rynków papierów wartościowych z rynkiem bankowym. Instytucje finansowe z jednej strony występują w roli emitentów będących przedmiotem obrotu giełdowego akcji, wobec czego od ich kondycji, bardzo osłabionej w dobie kryzysu finansowego, uzależniona jest wycena rynkowa tych walorów, a warto zauważyć, iż wartość rynkowa akcji instytucji sektora finansowego w większości krajów odgrywa istotną rolę w kapitalizacji całego rynku giełdowego akcji. Zatem rosnące straty instytucji finansowych przekładają się na bardziej dynamiczne spadki cen na giełdzie. Obok pełnienia roli emitenta akcji, instytucje finansowe tworzą grupę inwestorów instytucjonalnych, biorących czynny udział w transakcjach rynku papierów wartościowych, wyznaczając jego trendy. Zatem kryzys finansowy, który w pierwszym rzędzie odciska swoje piętno na instytucjach finansowych, w rezultacie osłabia też rynek papierów wartościowych.

Po trzecie, kryzys finansowy negatywnie oddziałuje i na sektor gospodarstw domowych i na sektor przedsiębiorstw, które zaciągają kredyty bankowe zwiększające konsumpcję oraz inwestycje, za sprawą czego kłopoty instytucji finansowych osłabiają perspektywy wzrostu gospodarczego w przyszłości. W warunkach kryzysu finansowego mamy do czynienia z rosnącą awersją do ryzyka, w rezultacie czego banki ograniczają akcję kredytową, jak też podnoszą ceny nowych kredytów. W teorii Minsky'ego (1986) znajduje się odniesienie do zmiany postawy banków w obliczu kryzysu, która ze skrajnie nieostrożnej z punktu widzenia ryzyka kredytowego w okresie boomu przesuwana się w kierunku nadmiernej awersji do ryzyka. Wzrost awersji do ryzyka kredytowego na rynku międzybankowym oraz w ogólnie w gospodarce pociąga za sobą spadek podaży kredytu, rosną ceny finansowania na rynku międzybankowym, nadmiernie zaostrzane są standardy udzielania kredytów, a rosnące ceny finansowania na rynku międzybankowym przekładają się na wyższe ceny kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Zatem wybuch globalnego kryzysu finansowego odcina wiele gospodarstw domowych od finansowania kredytowego, zarówno z przeznaczeniem na cele mieszkaniowe, jak również cele konsumpcyjne, oraz wiele przedsiębiorstw, odpowiednio - na cele inwestycyjne. Spadek inwestycji oraz pogarszające się wyniki działalności przedsiębiorstw, jak również błędne w warunkach kryzysowych perspektywy co do ich poprawy w najbliższej przyszłości mają stosunkowo szybkie bezpośrednie przełożenie na rynek pracy: rosnące bezrobocie oraz spadające płace, co dodatkowo wpływa na ograniczenie konsumpcji w gospodarce. Z kolei konsumpcja oraz inwestycje stanowią ważne składowe Produktu Krajowego Brutto. Z reguły giełda odpowiednio wcześniej dyskontuje pogarszające się perspektywy gospodarcze w drodze odpowiedniej korekty cen i to właśnie z tego względu w wysoko rozwiniętych gospodarkach traktowana jest jako „barometr gospodarki”.

Po czwarte, w ostatnich latach dynamicznie wzrosła liczba inwestorów (oraz wartość przeprowadzanych przez nich transakcji), którzy na rynku papierów wartościowych lokują fundusze pochodzące z kredytu. O ile zwrot z inwestycji w papiery wartościowe przewyższa koszt tych funduszy (np. odsetki od kredytu), takie operacje są opłacalne, jednak w momencie pogorszenia się warunków rynkowych zadłużeni inwestorzy mogą ponieść dotkliwie straty. Dodatkowo spadek wartości inwestycji poniżej wartości kredytu udzielonego przez bank lub brokera często kończy się koniecznością sprzedaży będących w ich portfelu instrumentów, bez względu na wysokość ceny, stąd prawdopodobieństwo wystąpienia istotnych strat. Podobny efekt ma masowe wycofywanie oszczędności z funduszy inwestycyjnych i hedgingowych w konsekwencji zawirowań na rynkach papierów wartościowych; konieczność wyprzedania przez zadłużonych inwestorów lub fundusze inwestycyjne papierów wartościowych przyspiesza spadek cen.

Po piąte, giełdą rządzą w dużej mierze emocje, wobec czego wszelkie zjawiska kryzysowe sprzyjają wzmaganiu się paniki wśród inwestorów, przekładającej się na gwałtowną wyprzedź papierów wartościowych, prowadzącą nawet do załamania się rynków.

Wybuch globalnego kryzysu finansowego i jego skutki w zarysie

Świat finansów w dobie globalizacji podlega nieustannym i dynamicznym zmianom. Pomimo, iż zjawiska globalizacyjne w ciągu ostatnich kilkunastu lat istotnie przybrały na sile, dynamika zmian, z jaką mieliśmy do czynienia w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy nie miała sobie równych w dotychczasowej historii rynków finansowych. Wybuch największego od czasów „Wielkiej Depresji” kryzysu finansowego wstrząsnął fundamentami światowych finansów z ogromną siłą, pociągając za sobą nie tylko załamanie rynków finansowych, ale również osłabienie aktywności gospodarczej wielu krajów wysoko rozwiniętych, skutkujące ich wstąpieniem w fazę recesji gospodarczej. Kryzys finansowy przełożył się również na pogorszenie sytuacji gospodarczej *emerging markets*, szczególnie tych nadmiernie uzależnionych od kredytów z międzynarodowych instytucji finansowych bądź od eksportu do krajów, które pogrążyły się w recesji³.

Przyczyny wybuchu globalnego kryzysu finansowego w pierwszej dekadzie XXI wieku są dużo bardziej złożone, niż w przypadku innych kryzysów finansowych, w tym najpoważniejszego w skutkach kryzysu finansowego lat 30. XX wieku. Czynnikiem inicjującym kryzys, zwanym w wielu teoriach ekonomicznych „szokiem”, był dynamiczny rozwój rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, który doprowadził do intensywnego wzrostu cen domów w stosunkowo krótkim czasie. Pęknięcie „bańki” na rynku nieruchomości w USA przyczyniło się do wybuchu kryzysu finansowego wzmagającego turbulencje najpierw w sektorze finansowym, a później w gospodarce. Po USA kryzys przeniósł się początkowo na inne rynki wysoko rozwinięte, po czym opanował cały świat.

Istnieje kilka czynników sprzyjających powstaniu „bańki” na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, a następnie prowadzących do jej pęknięcia. Otóż wysoka, ponadprzeciętna, dynamika wzrostu cen nieruchomości w USA w pierwszych latach XXI w. nie byłaby możliwa, gdyby nie sprzyjające warunki makroekonomiczne, w tym przede wszystkim niskie i spadające do 2003 roku stopy procentowe, w ujęciu realnym - osiągające nawet ujemne wartości. Niski poziom stóp procentowych, innymi słowy tani pieniądz, przełożył się na większą dostępność kredytu dla gospodarstw domowych, a w rezultacie dynamiczny wzrost popytu na nieruchomości. Po stronie kredytodawców, większa podaź kredytu była dodatkowo efektem dążenia do maksymalizacji zysku, a więc również zaciętej konkurencji na rynku bankowym i rosnącej skłonności do akceptacji ryzyka, czemu sprzyjały dobre warunki makroekonomiczne. Zaostrzona konkurencja na rynku oraz dążenie do generowania wciąż wysokich zysków doprowadziło do ekspansji sektora instytucji kredytowych w kierunku zagospodarowania ryzykownej niszy rynkowej *subprime mortgages*. Z kolei nadmierna eksploatacja tego segmentu przyczyniła się kilka lat później do wzrostu stopy kredytów zagrożonych w systemie finansowym, spowodowanego licznymi czynnikami, w tym m.in. cyklem podwyżek stóp procentowych w USA zapoczątkowanym w 2004 roku. Do tego należy dodać, iż w połowie lat 90. XX wieku wprowadzono zmiany w amerykańskim prawie, pozwalające na sekurytyzację portfeli kredytów udzielonych w ryzykownym segmencie hipotecznym *subprime*, co pozwoliło na ekspansję ryzykownych instrumentów finansowych na niespotykaną dotychczas skalę. W wyniku rozkwitu rynku nieruchomości, w szczególności jego najbardziej ryzykownego segmentu, rozwinął się zatem rynek innowacyjnych instrumentów finansowych wyemitowanych w oparciu o kredyty udzielone w segmencie

³ Szerzej na ten temat: Nawrot W. (2008), Globalny kryzys finansowy. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy. Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa.

subprime, który zaczął ewoluować w kierunku coraz to bardziej złożonych i nietransparentnych struktur, w których ryzyko, jak się później okazało, było niedoszacowane przez agencje ratingowe.

Początek słabnącej koniunktury na amerykańskim rynku nieruchomości przypadł już na koniec 2005 roku, tj. kilkanaście miesięcy przed tym, jak rynki finansowe obiegły informacje o pierwszych problemach instytucji finansowych związanych z ich ekspozycją na *subprime mortgages*. Osłabienie koniunktury na rynku nieruchomości w USA należy wiązać przede wszystkim ze zmianą nastawienia FED, który do 2003 roku luzował politykę pieniężną w celu zniwelowania negatywnego wpływu pęknięcia „bańki” internetowej oraz ataków terrorystycznych 11 września 2001 na gospodarkę. W obliczu wzrostu presji inflacyjnej, w 2004 roku bank centralny USA zacieśnił kurs, dokonując znaczących podwyżek stóp procentowych w kolejnych kilku latach.

Zanim doszło do wybuchu globalnego kryzysu finansowego, przez wiele miesięcy na rynek finansowy napływały liczne niepokojące sygnały. Tak, jak wyhamowanie rynku nieruchomości w USA pod koniec 2005 roku oraz w 2006 roku, uznawane wówczas za tymczasowe, nie rodziło nadmiernych obaw rynków finansowych, tak wydarzenia początku 2007 roku przyciągnęły uwagę wszystkich uczestników rynku. Otóż w lutym 2007 roku trzeci co do wielkości w świecie bank – HSBC ogłosił niższe od oczekiwanych wyniki finansowe, ze względu na wzrost udziału kredytów zagrożonych. Wartość kredytów zagrożonych okazała się pięciokrotnie wyższa, niż przewidywali analitycy ze względu na nadmierną ekspozycję HSBC na kredyty udzielone w segmencie *subprime mortgages*. Niższe od oczekiwanych wyniki finansowe HSBC zbiegły się w czasie ze słabszymi wynikami kolejnego głównego w USA kredytodawcy w segmencie ryzykownych kredytów hipotecznych - New Century Financial spowodowanymi wzrostem kredytów zagrożonych, który de facto dwa miesiące później ogłosił upadłość. Po ogłoszeniu wyników HSBC ceny akcji banku spadły o 25 procent, a zła passa dotknęła również inne instytucje finansowe, których akcje zaczęły dynamicznie tracić na wartości, m.in. JPMorgan, Lehman Brothers, Wells Fargo oraz kredytodawców w segmencie subprime: American Home Mortgage Investments oraz Accredited Home Lenders. W marcu 2007 roku ukazał się też raport opracowany przez *Mortgage Bankers Association*, wskazujący na gwałtowny wzrost zagrożenia kryzysowego amerykańskiego rynku *subprime mortgages*. Informacja ta wprowadziła spore zamieszanie na rynkach papierów wartościowych, jednak siłą trendu wzrostowego rynki akcji zaczęły odrabiać straty. Jeszcze wówczas nie znano rozmiarów zagrożenia, a jednocześnie nie przypuszczano, że najbardziej renomowane instytucje finansowe mogą mieć tak dużą ekspozycję na ryzykowne papiery wartościowe wystawione w oparciu o segment kredytów o najniższych standardach. Od tego czasu jednak w mniejszym lub w większym stopniu rynki nękane były niepokojącymi informacjami, jednak nikt nie podejrzewał, iż stanowią one zapowiedź głębszego załamania rynków finansowych.

Kolejna poważna fala alarmujących informacji uderzyła latem 2007 r. W czerwcu rynek obiegła wiadomość, iż dwa należące do banku Bear Stearns fundusze hedgingowe, inwestujące w większości w instrumenty powiązane z kredytami hipotecznymi, w tym w szczególności w segmencie *subprime mortgages*, mają problemy finansowe do tego stopnia poważne, iż nie są w stanie uzupełnić depozytu zabezpieczającego (ang. *margin call*). Obydwa fundusze były silnie lewarowane (w stosunku 17:1), co oznaczało, iż każdy ruch w cenach instrumentów w przeciwnym do obstawianego przez te fundusze kierunku przynosił dla funduszy istotne straty. W takich warunkach Bear Stearns, macierzysty bank funduszy, który jednak technicznie rzecz biorąc prawnie nie odpowiadał za zobowiązania tych funduszy, otworzył jednemu z tych funduszy linię kredytową o wartości 3,2 mld USD, drugiemu natomiast pozwolił upaść (inwestorzy odzyskali bardzo niewiele z 1,5 mld USD funduszy powierzonych funduszowi). W odświeżeniu tego wydarzenia świat finansów

uzmysłowił sobie zagrożenia płynące z niezwykle ryzykownego segmentu *subprime mortgages* oraz z segmentu zbudowanych w oparciu o *subprime* instrumentów finansowych, jak również o zasięgu i sile tych zagrożeń. Jednak szef FED, Ben Bernanke, wraz z innymi urzędnikami administracji państwowej zapewniał publicznie, że problemy w segmencie *subprime mortgages* nie są duże, a potencjalne straty tego rynku szacował na nie więcej niż 100 mld USD.

W sierpniu 2007 roku fundamenty rynków finansowych zachwiały się po tym, jak na rynek zaczęły napływać nowe niepokojące sygnały. Szokiem dla rynku było złożenie przez bank Bear Stearns wniosku o ochronę przed wierzycielami dla dwóch swoich funduszy z nadmierną ekspozycją na rynek *subprime mortgages*, w tym w zakresie ubezpieczenia ryzyka kredytowego tego segmentu, jak również wstrzymanie wypłaty środków dla klientów trzeciego funduszu. Jednym z tych funduszy był fundusz hedgingowy, któremu Bear Stearns zaledwie dwa miesiące wcześniej postawił do dyspozycji linię kredytową w wysokości 3,2 mld USD.

Rynek przekonał się o tym, że ekspozycja na segment *subprime* nie ogranicza się tylko do instytucji działających na rynku amerykańskim niedługo później, po tym jak światło dzienne ujrzały problemy niemieckich banków oraz francuskich funduszy inwestycyjnych. Otóż w sierpniu 2007 roku trzy niemieckie banki odkryły przed rynkiem finansowym poważne problemy nadmiernej ekspozycji kapitałowej na amerykański rynek *subprime mortgages*. Zważywszy na straty na instrumentach zbudowanych w oparciu o najbardziej ryzykowny segment kredytu hipotecznego w Stanach Zjednoczonych, IKB Deutsche Industriebank, Sachsem LB oraz West LB stanęły na progu upadłości. W obawie przed rozprzestrzenieniem się problemów w niemieckim systemie bankowym, władze państwowe wystąpiły z inicjatywą utworzenia przez konsorcjum banków funduszu ratunkowego dla osłabionych załamaniem amerykańskiego rynku *subprime* instytucji. W taki sposób uruchomiono w pośpiesznym trybie fundusz o wartości 3,5 mld EUR ufundowany przez konsorcjum z Deutsche Bank na czele, organizowane przez Bundesbank oraz państwowy bank KfW Group Development Bank. Zawirowania w niemieckim systemie finansowym wydały się dla świata finansów tym bardziej zaskakujące, że cały niemiecki system gospodarczy oparty na bankach postrzegano jako bardziej konserwatywny od angloamerykańskiego systemu opartego na giełdzie papierów wartościowych. Okazało się natomiast, jak oszacowano, iż zaangażowanie niemieckich banków w „śmieciowe” papiery wartościowe przekroczyło 60 mld EUR. W obliczu tych wydarzeń niemiecki regulator stwierdził, iż jego kraj zmierza w kierunku najpoważniejszego od przeszło 70 lat kryzysu bankowego.

W sierpniu 2007 wyszło również na jaw, iż trzy należące do renomowanego francuskiego banku BNP Paribas i warte 2 mld euro fundusze inwestycyjne: Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS Eonia oraz BNP Paribas ABS Euribor, ulokowały 700 milionów euro, czyli trzydzieści procent portfela inwestycyjnego, w instrumenty zbudowane w oparciu o amerykański *subprime mortgages*. Jeszcze bardziej niepokojące było to, iż nie było możliwości wyceny tej części portfela, która bazowała na amerykańskich papierach (pomimo tego, iż posiadały one ratingi od A do AAA), bowiem obrót tymi instrumentami zamarł, wobec czego zdecydowano o zawieszeniu wypłat z funduszy.

Informacja o zawieszeniu działalności funduszy obiegnęła świat w niezwykłym tempie przekładając się natychmiast na spadki na wszystkich światowych giełdach oraz dużą wolatylność cen papierów wartościowych. W takiej sytuacji oraz w perspektywie przewidywanych krótko- i długoterminowych konsekwencji zawirowań na rynkach finansowych, Rezerwa Federalna oraz Europejski Bank Centralny zdecydowały się na działania interwencyjne. Poprzez miliardowe wydatki mające na celu przywrócenie płynności rynku, regulatorzy rynku liczyli na złagodzenie konsekwencji załamania się *subprime mortgages* i tym samym na zapobieżenie rozprzestrzenianiu się zjawisk kryzysowych na

kolejne instytucje finansowe, kolejne segmenty rynku i kolejne kraje. Duża część funduszy wprowadzona została do systemu w drodze tzw. „repo”, (ang. *repurchase agreement*) – pożyczek krótkoterminowych udzielanych w zamian za papiery wartościowe⁴. Po rozmiarach akcji „repo”, w której FED udzielał pożyczek akceptując w zamian papiery wartościowe wystawione w oparciu o kredyty hipoteczne, można było się przekonać o skali problemu *subprime*, a jednocześnie o tym, iż interwencja sierpniowa nie zaspokoiła potrzeb popadającego w coraz większe problemy rynku finansowego. Podejście Bank of England do wydarzeń z lata 2007 roku było inne, niż podejście banku centralnego UE oraz USA. Nie tylko bank centralny Anglii nie zdecydował się na pompowanie funduszy do systemu w sierpniu 2007 roku, ale nawet postanowił karać banki, które dopuściły do niewypełnienia wymogów płynnościowych. Takie banki mogły się zwrócić z prośbą o pomoc do banku centralnego, natomiast koszt tych funduszy był o jeden punkt procentowy (kary) wyższy niż oficjalne stopy Bank of England. Decyzja Banku Anglii, który jeszcze wówczas nie był świadom problemów brytyjskiego sektora bankowego, o takiej formie „interwencji” motywowana była chęcią nie dopuszczenia do działań szerszących „*moral hazard*”, z drugiej strony nie przyczyniła się do uspokojenia rynków finansowych.

W takich warunkach rynkowych dojrzewały problemy banku Northern Rock, jednego z największych kredytodawców hipotecznych w Wielkiej Brytanii, w konsekwencji których stanął on na progu upadłości, a następnie został znacjonalizowany, pomimo tego, że nie miał ekspozycji na amerykański *subprime mortgages*. W okresie zawirowań na rynkach finansowych nadmiernie uzależniony od krótkoterminowego finansowania płynącego z rynku międzybankowego (70 procent ogółu źródeł finansowania), które praktycznie zostało zamrożone ze względu na brak zaufania wynikający z tego, iż banki podejrzewały inne banki o ekspozycję na *subprime*, Northern Rock borykał się z poważnymi trudnościami w finansowaniu swojej działalności kredytowej. Bankowi nie pomogły nawet interwencje Europejskiego Banku Centralnego, mające przywrócić płynność rynku międzybankowego i w rezultacie nieudanych prób przywrócenia ciągłego dopływu funduszy musiał zapłacić za przyjęty model business’owy, oparty na nadmiernym finansowaniu z rynku międzybankowego.

Northern Rock okazał się pierwszą ofiarą zawirowań na rynku finansowym i utwierdził rynek w przekonaniu, iż rozwój wydarzeń nie idzie w dobrym kierunku. Z jednej strony zastrzyk pieniądza do systemu uspokoił nieco rynek, z drugiej strony rodziły się coraz to nowe obawy o ekspozycję poszczególnych instytucji na najbardziej ryzykowny segment kredytów hipotecznych, co z kolei utrzymywało nieufność na rynku międzybankowym. Rynek w oczekiwaniu na kolejne kwartalne raportowanie wyników finansowych instytucji finansowych w coraz większym stopniu spekulował na temat konieczności spisania strat dotyczących operacji eksponowanych na *subprime mortgages*. Ekspozycja poszczególnych banków na ryzykowny segment hipoteczny przeszła wyobrażenia nawet największych pesymistów rynku, tak, że tylko do końca 2007 roku instytucje finansowe musiały dokonać odpisów na kwotę 150 mld USD, i na tym miało się nie skończyć. Liderami strat z tytułu ekspozycji na *subprime mortgages* okazały się trzy z największych i najbardziej renomowanych banków: Merrill Lynch, Citibank oraz UBS.

Poważne problemy, z jakimi przyszło się zmierzyć globalnemu rynkowi finansowemu nie skończyły się na kłopotach z płynnością Northern Rock oraz na konieczności jego znacjonalizowania. Pomimo, że tylko niewielu otwarcie mówiło o widmie kryzysu finansowego, sytuacja na rynku finansowym była cały czas napięta. Byli też tacy uczestnicy rynku, którzy oczekiwali, iż wraz z końcem roku 2007 skończą się problemy instytucji

⁴ Z założenia, papiery wartościowe wymieniane są na środki pieniężne, po czym w określonym terminie i po umówionej cenie następuje odwrócenie operacji.

finansowych i rynek powróci do dawnej formy. W takim rozszczępieniu oczekiwań co do dalszego przebiegu wypadków, kolejne napływające na rynek rewelacje odbierały wiarę w siłę rynku nawet największym optymistom. Okazało się bowiem, iż zawirowania na amerykańskim rynku *subprime mortgages* udzieliły się licznym amerykańskim i europejskim instytucjom.

Wydarzenia od czerwca 2007 roku, kiedy pierwsze fundusze hedgingowe zaczęły borykać się z problemami finansowymi, do sierpnia 2008 roku, czyli wydarzenia okresu, w którym jak by się mogło wydawać rynek finansowy powinien przewyciężyć impas i powoli odzyskiwać dobrą formę, okazały się tylko preludium do tragicznego „września 2008”. Od tego czasu nikt już bowiem nie miał wątpliwości co do tego, iż światu przyszło zmierzyć się z jednym z najbardziej poważnych w historii kryzysów finansowych. Otóż jesienią 2008 roku zagrożenie upadkiem Lehman Brothers oraz trudności Merrill Lynch wstrzymało oddech światowego rynku finansowego w oczekiwaniu na rozwój wydarzeń. Wywodząca się z Alabamy 158 letnia firma pamiętająca jeszcze czasy handlu bawełną – Lehman Brothers oraz mający symbolicznego byka w swoim logo 94-letni Merrill Lynch były filarami Wall Street przez większą część XX w. oraz początek nowego stulecia. Obecne wydarzenia nie miały precedensu: włączając w to Bear Stearns przejętego w marcu 2008 roku na progu upadłości, trzech z pięciu głównych niezależnych brokerów znikło z Wall Street pozostawiając na parkiecie zaledwie dwóch graczy: Goldman Sachs Group wraz z Morgan Stanley. Okazało się, że rząd USA, który na początku września 2008 r. de facto przejął (pod zarząd, ang. *conservatorship*) stojących na progu bankructwa dwóch gigantów kredytowych: Fannie Mae oraz Freddie Mac oraz włączył się w sprzedaż Bear Stearns Co. J.P. Morgan Chase & Co. w marcu 2008 r., był mniej wyrozumiały dla Lehman Brothers, odmawiając potencjalnym jego nabywcom wsparcia finansowego w przypadku strat generowanych przez portfel przejętych aktywów Lehman Brothers. Bez takiego wsparcia dwóch najbardziej zainteresowanych kontrahentów: Barclays PLC oraz Bank of America Corp. wycofało się z transakcji.

15 września 2008 r. Lehman Brothers Holdings Inc., czwarty co do wielkości bank inwestycyjny w USA, który jeszcze kilka dni wcześniej dał nadzieję rynkom finansowym na pozytywnie rozstrzygnięcie negocjacji dotyczącej przejęcia banku ogłosił upadłość w wyniku fiaska trwających w FED rozmów pomiędzy najważniejszymi na Wall Street bankami. W tym samym czasie bank Merrill Lynch został przejęty przez Bank of America, a American International Group Inc. (AIG), amerykański gigant ubezpieczeniowy, poprosił FED o pomoc finansową. Pomimo licznych problemów, z jakimi przyszło się zmierzyć rynkom finansowym w ostatnich kilkunastu miesiącach, tylko nieliczni, uznani za największych pesymistów mówili otwarcie o kryzysie finansowym. W tym dniu nie było już wątpliwości, iż świat finansów stanął nad przepaścią; odtąd niemal wszystkie światowe serwisy informacyjne oraz gazety zamieszczały w swoich czołówkach nagłówek: „Global Financial Crisis”.

Bankructwo banku Lehman Brothers z aktywami o wartości przekraczającej 600 mld USD stało się największym bankructwem w historii Wall Street, a losy amerykańskiego banku inwestycyjnego mógł podzielić amerykański gigant ubezpieczeniowy – AIG, z nadmierną ekspozycją na ryzykowny segment innowacyjnych instrumentów finansowych. Obawy, iż upadek AIG mógłby sparaliżować cały system finansowy odzwierciedlały się między innymi w stopie oprocentowania na rynku międzybankowym, gdzie dolarowa stopa LIBOR z dnia na dzień się podwoiła, wyrażając spadek chęci do udzielania pożyczek na rynku międzybankowym, ze względu na obawy co do kondycji finansowej partnerów. W rezultacie 16 września 2008 r. rząd USA przejął kontrolę nad AIG.

Obecnie, po wywołanym upadkiem jednego z największych w świecie banków trzęsieniu ziemi w światowych finansach, jak również po wprowadzeniu w życie rządowych planów ratunkowych, które ocaliły sektor bankowy w Stanach Zjednoczonych, Europie i Azji, rynek finansowy w niczym nie przypomina już tego samego rynku sprzed zaledwie roku. Wiele

instytucji finansowych znalazło się na krawędzi bankructwa, część została bądź przejęta przez prywatnych inwestorów, bądź znacjonalizowana, niektóre z nich wprowadziły nowy model działalności, jeszcze inne ogłosiły upadłość. Należy przy tym podkreślić, że upadek banku Lehman Brothers zakończył również erę „niezależnych” banków inwestycyjnych, które przez kilkadziesiąt lat dominowały na Wall Street. Powodem takich zmian był ich model biznesowy oparty na finansowaniu działalności na rynku międzybankowym, który po upadku Lehman Brothers okazał się nie możliwy do utrzymania.

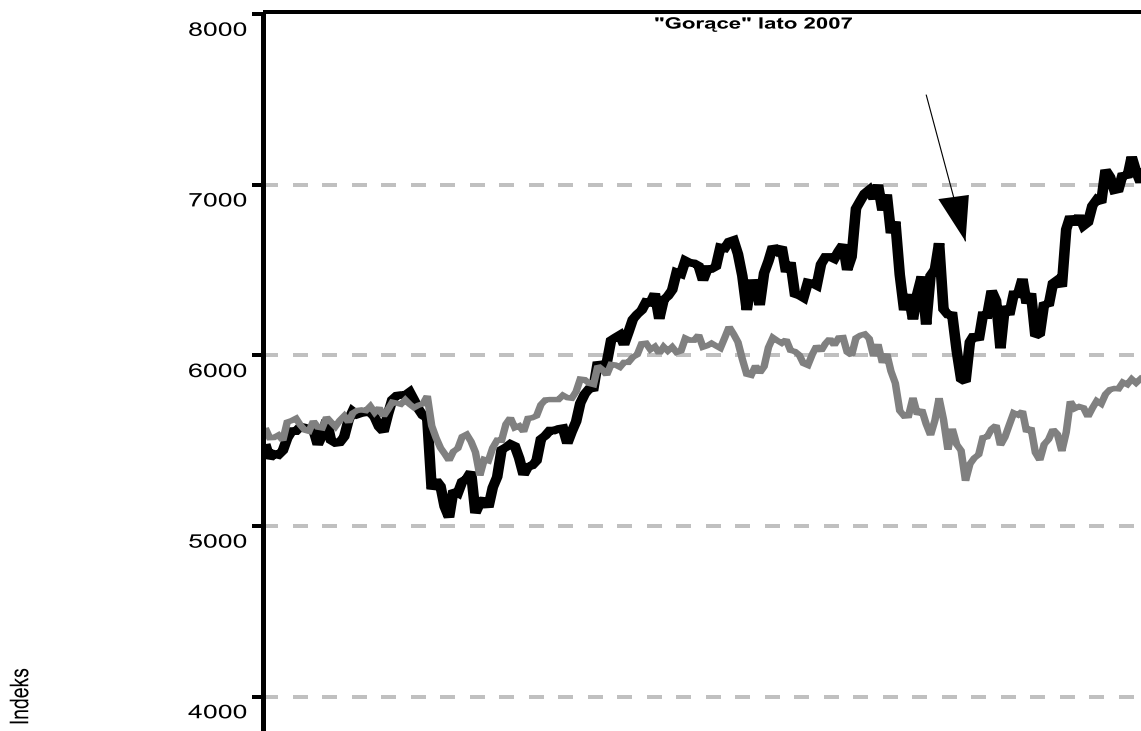
W konsekwencji zawirowań na rynkach finansowych ucierpiały również gospodarki wielu krajów. W pierwszej kolejności, poprzez kanały oddziaływania na możliwości konsumpcyjne gospodarstw domowych oraz nastroje konsumentów, kryzys finansowy spowodował spadek konsumpcji, która w większości krajów wysoko rozwiniętych stanowi główny komponent PKB. Z kolei znaczący wzrost kosztu pozyskania kapitału będący konsekwencją załamania się rynków papierów wartościowych oraz rynku tradycyjnego kredytu, w połączeniu z uszczupleniem wydatków konsumpcyjnych oraz wzrostem awersji do ryzyka spowodował zmiany w podejściu przedsiębiorstw do inwestycji, odgrywających istotną rolę w tworzeniu PKB. W końcu, osłabienie międzynarodowej aktywności handlowej wpłynęło negatywnie w szczególności na gospodarki nadmiernie uzależnione od eksportu, w istotnym stopniu kontrybuującego do ich PKB. W rezultacie ograniczenia aktywności ekonomicznej po wybuchu globalnego kryzysu finansowego, wiele krajów oficjalnie wkroczyło w fazę recesji. W celu zniwelowania negatywnego wpływu kryzysu finansowego na gospodarkę, rządy licznych krajów ogłosiły programy stymulujące wzrost gospodarczy obliczone na setki miliardów dolarów.

Załamanie rynków papierów wartościowych na skutek kryzysu finansowego

Upadek jednego z największych banków inwestycyjnych – Lehman Brothers 15 września 2008 roku był wstrząsem dla całego globalnego systemu finansowego, poważnie osłabionego niepokojącymi doniesieniami kilkunastu poprzedzających miesięcy. Biorąc pod uwagę wskazane na początku artykułu kanały oddziaływania kryzysu finansowego na rynki papierów wartościowych, naturalne wydają się zawirowania na światowych giełdach, gwałtowne spadki cen akcji oraz wysoka wolatylność rynków. Załamanie giełd papierów wartościowych, rynków dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw oraz rynków innowacyjnych instrumentów finansowych, będące następstwem upadku Lehman Brothers nie pozostawiło nikomu złudzeń co do tego, iż świat finansów stanął w obliczu najpoważniejszego od czasów „Wielkiej Depresji” kryzysu finansowego.

Wraz z wybuchem globalnego kryzysu finansowego załamały się rynki akcji w wielu krajach świata. Poważne spadki odnotowały nie tylko giełdy w krajach najbardziej dotkniętych kryzysem: Stanów Zjednoczonych oraz Wielkiej Brytanii, ale również Strefy Euro i krajów azjatyckich.

Wykres 1: Indeksy akcji w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Japonii, Niemczech oraz we Francji w okresie 2007-2008.

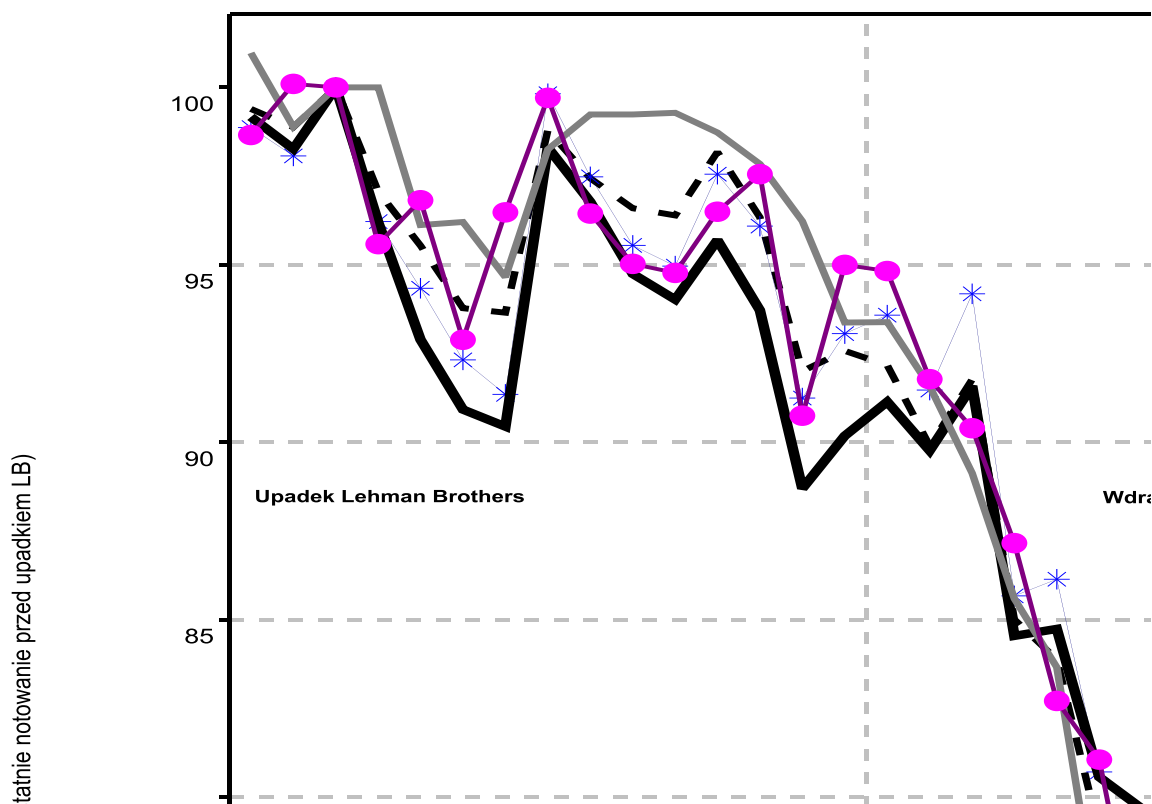


Źródło: Reuters EcoWin Pro.

Po spadkach cen akcji wywołanych pierwszymi niepokojącymi sygnałami płynącymi z segmentu *subprime mortgages* w lutym-marcu 2007 roku (m.in. słabsze niż oczekiwano wyniki finansowe banku HSBC), rynki akcji stosunkowo szybko odzyskały dawną formę. Nie tylko podniosły się ze spadków, ale również zaczęły zdobywać kolejne szczyty. Wydarzenia sierpnia 2007 również negatywnie wpłynęły na amerykańskie, europejskie oraz azjatyckie rynki akcji, jednak również i tym razem sprawnie poradziły sobie one ze złą passą, osiągając w październiku swoje maksimum. Wybuch nie mającej sobie równych w ostatnim dziesięcioleciu paniki po upadku Lehman Brothers spowodował załamanie światowych rynków akcji.

Na kolejnym wykresie przedstawiono kształtowanie się indeksów akcji rynku amerykańskiego (Dow Jones), Wielkiej Brytanii (FTSE 350), Japonii (Nikkei 500), Niemiec (DAX 100) oraz Francji (CAC 40), w wartościach względnych, z wartością 100 w dniu ostatniej sesji giełdowej (12 września 2008 roku, piątek) poprzedzającej upadek Lehman Brothers (15 września 2008 roku, poniedziałek).

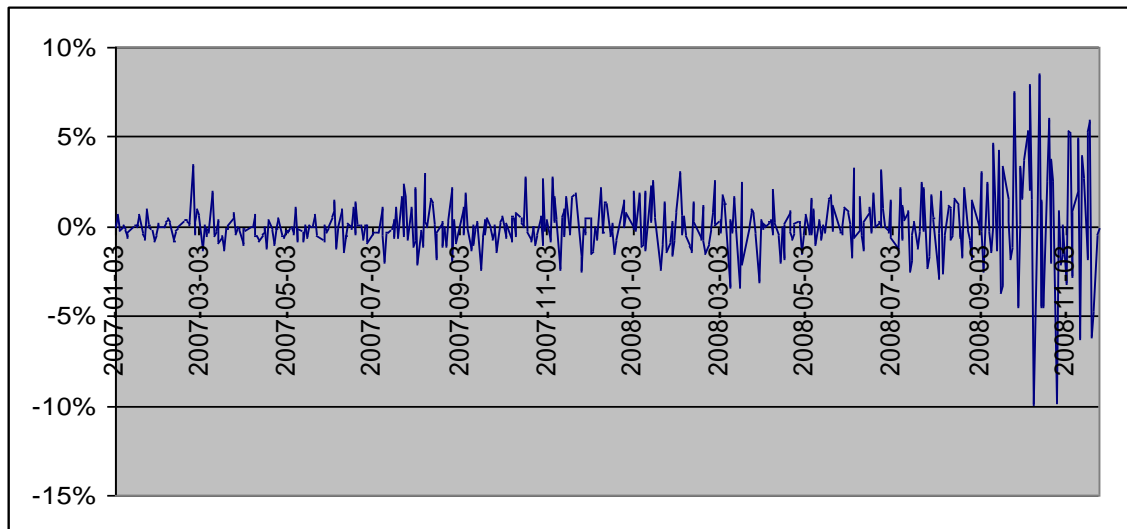
Wykres 2. Indeksy akcji w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Japonii, Niemczech oraz we Francji w okresie 2007-2008, w wielkościach względnych (12 września 2008 roku = 100)



Źródło: Reuters EcoWin Pro.

Jak pokazuje wykres, po upadku banku Lehman Brothers w ciągu niespełna miesiąca ceny akcji na głównych giełdach świata spadły średnio o 30 procent, na rynkach japońskich jeszcze więcej – prawie 40 procent. Głębsze załamanie rynku japońskiego na tle innych rynków związane było z większym niż wcześniej przewidywano wpływem globalnego kryzysu finansowego na japońskie banki, przedsiębiorstwa (w tym m.in. przemysłu samochodowego) i gospodarstwa domowe. Nie mniej istotne były również jesienne zawirowania na rynku jena, związane z koniecznością zamykania przez inwestorów pozycji w *carry trade*. Poza tym już dane makroekonomiczne za 3 kwartał 2008 roku pokazały, iż Japonia jako jeden z pierwszych w świecie krajów oficjalnie wkroczyła w fazę recesji gospodarczej. Rynki papierów wartościowych zaczęły nieznacznie wzrastać wraz z rozpoczęciem wdrażania planów ratunkowych dla systemu finansowego w Stanach Zjednoczonych oraz Wielkiej Brytanii w połowie października 2008 roku oraz w krajach Strefy Euro w drugiej połowie października 2008, w tym przede wszystkim wielomiliardowych programów dokapitalizowania banków. Obok niebywałych spadków na największych giełdach świata, w okresie po upadku Lehman Brothers miała miejsce wysoka wolatylność rynków akcji, co zostało pokazane na kolejnym wykresie.

Wykres 3: Zmiana dzienna indeksu Dow Jones Industrial w Stanach Zjednoczonych w okresie 2007-2008.

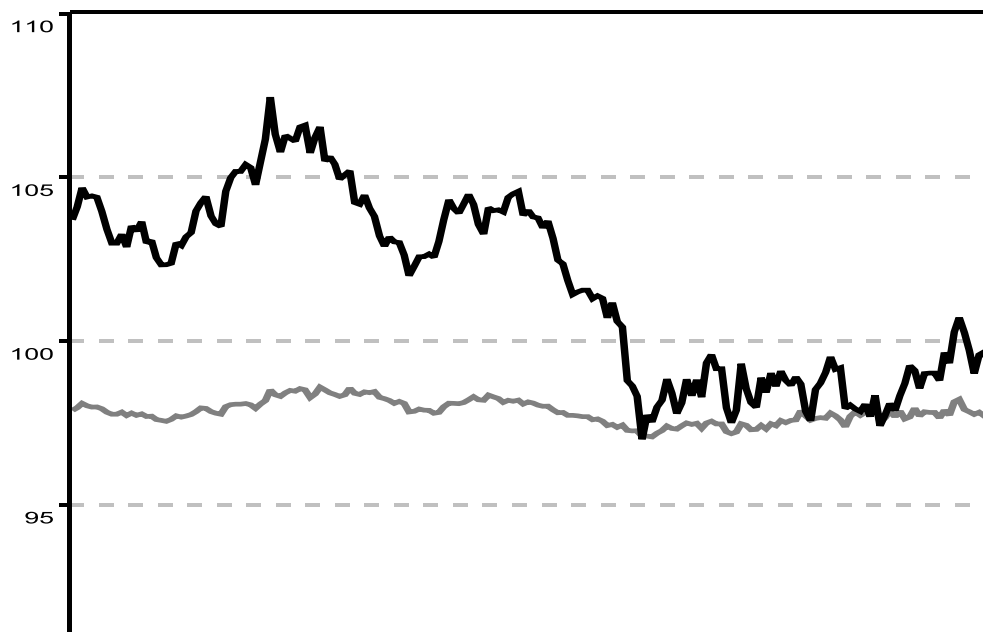


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Reuters EcoWin Pro.

Bardzo duża zmienność cen akcji na rynku amerykańskim po wybuchu globalnego kryzysu finansowego nie miała sobie równych od początku XXI wieku – po pęknięciu „bańki” internetowej. W tamtym okresie dzienna zmienność cen zamknęła się w przedziale pomiędzy minus 5 procent a plus pięć procent, podobnie jak po zamachach terrorystycznych 11 września 2001 roku. Jak wynika z wykresu, upadek Lehman Brothers sprawił, iż rynki stały się bardzo niespokojne w oczekiwaniu na rozwój wydarzeń. W okresie po wybuchu kryzysu, dzienne zmiany cen odbywały się w przedziale nawet od minus dziesięciu procent do plus ośmiu procent.

Rynki akcji nie były jednak jedynym segmentem istotnie osłabionym na skutek wybuchu globalnego kryzysu finansowego, kryzys finansowy odcisnął również piętno na rynku dłużnych papierów wartościowych. Segment dłużnych papierów wartościowych obejmuje z jednej strony papiery wartościowe emitowane przez skarb państwa (i jednostki samorządu terytorialnego), tj. obligacje skarbowe oraz bony skarbowe, jak również dłużne papiery wartościowe emitowane przez przedsiębiorstwa, tj. obligacje korporacyjne oraz krótkoterminowe papiery dłużne, tzw. *commercial papers*. Obok segmentu akcji, globalny kryzys finansowy okazał się najbardziej szkodliwy w skutkach dla segmentu dłużnych korporacyjnych papierów wartościowych, zarówno obligacji przedsiębiorstw, jak też *commercial papers*. Kolejny wykres przedstawia kształtowanie się cen dwuletnich oraz trzydziestoletnich obligacji korporacyjnych w okresie obejmującym zarówno pierwsze niepokojące oznaki kryzysowe, jak też upadek Lehman Brothers, od którego rozpoczął się „właściwy” globalny kryzys finansowy.

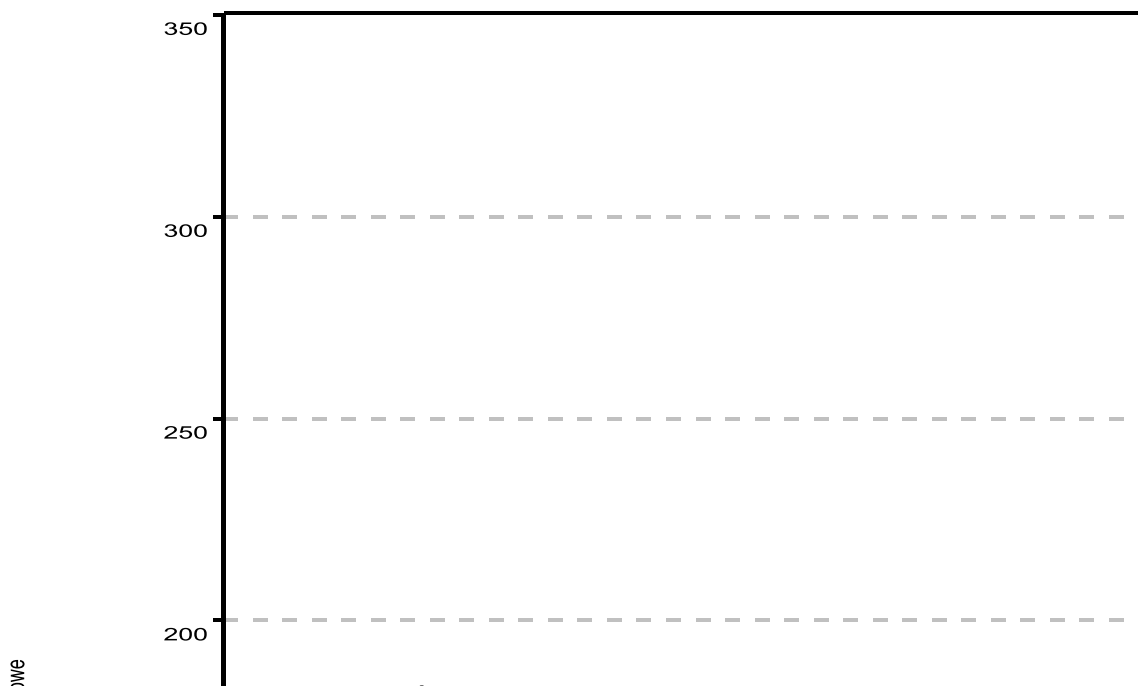
Wykres 4: Ceny krótko- i długoterminowych amerykańskich obligacji korporacyjnych w okresie 2007-2008.



Źródło: Reuters EcoWin Pro.

Tak, jak w okresie pierwszych niepokojących wydarzeń 2007 roku rynek obligacji przedsiębiorstw cechował się dużą wolatylnością, tak po upadku banku Lehman Brothers rynek ten zupełnie się załamał. Indeks cen dwuletnich obligacji korporacyjnych z poziomu blisko 110 (gdzie 100 oznacza wartość nominalną obligacji) na początku 2007 roku, oscylował wokół 100 w drugiej połowie 2007 roku, po czym utrzymywał się w umiarkowanym trendzie spadkowym osiągając wartość ok. 95 w sierpniu 2008 roku. Wraz z wybuchem globalnego kryzysu finansowego, po upadku banku Lehman Brothers ceny dwuletnich obligacji korporacyjnych spadły do poziomu poniżej 75. Kryzys odcisnął największe piętno na obligacjach o krótszym terminie wykupu. Ceny obligacji dwuletnich na początku 2008 roku spadły poniżej poziomu cen obligacji trzydziestoletnich, innymi słowy doszło do odwrócenia krzywej rentowności. Wynoszący około 5 punktów *spread* pomiędzy cenami tych obligacji w okresie od początku 2008 roku rozszerzył się do poziomu ok. 25 punktów po upadku banku Lehman Brothers. Zważywszy na załamanie się rynku obligacji korporacyjnych po upadku tego banku, nie może dziwić rosnący *spread* pomiędzy rentownością obligacji korporacyjnych a rentownością obligacji skarbowych, przedstawiony na następnym wykresie. Należy zwrócić uwagę, iż dalsze wykresy dotyczą obligacji korporacyjnych sektora przemysłowego w Stanach Zjednoczonych, podczas gdy poprzedni wykres obejmował dane odpowiednio uśrednione dla wszystkich sektorów.

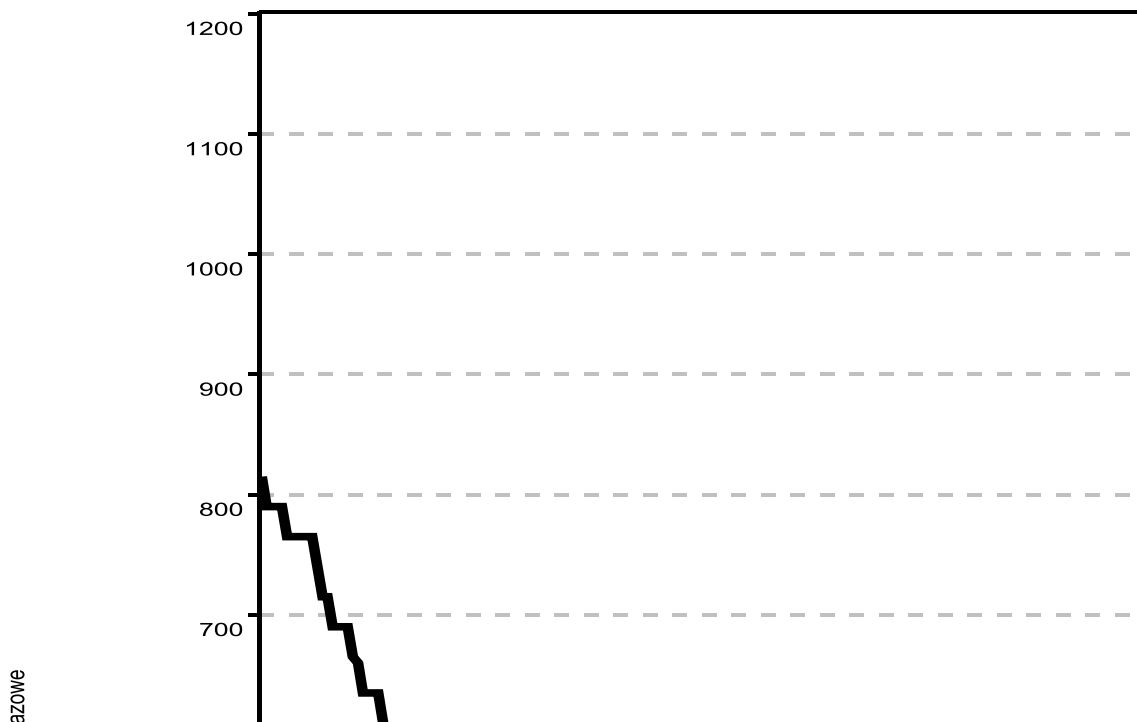
Wykres 5: Spread pomiędzy rentownością obligacji przedsiębiorstw sektora przemysłowego a rentownością amerykańskich obligacji rządowych w okresie 2007-2008.



Źródło: Reuters EcoWin Pro.

Wzrost *spread*'u pomiędzy rentownością obligacji korporacyjnych i rządowych w okresie po wybuchu kryzysu finansowego wydaje się naturalny, zadziwiająca jest natomiast skala wzrostu tego *spread*'u. Podczas gdy w przypadku obligacji z ratingiem A wyniósł on ok. 3 punkty procentowe, tak w przypadku obligacji o niższym ratingu, jak obrazuje to kolejny wykres, osiągnął niewiarygodnie wysokie poziomy: blisko 10 punktów procentowych w przypadku obligacji z ratingiem B oraz niemalże 12 punktów procentowych w przypadku obligacji z ratingiem CCC. To czego z kolei nie widać na wykresie, w przypadku nie poddanych procedurze ratingowej tzw. obligacji „śmieciowych”, taki *spread* wyniósł ok. 15 punktów procentowych. To również oznacza, że rynek nowych emisji długu zamarł zarówno w segmencie długu o ratingu inwestycyjnym i „śmieciowym”.

Wykres 6: Spread pomiędzy rentownością obligacji przedsiębiorstw sektora przemysłowego a rentownością amerykańskich obligacji rządowych w zależności od ratingu obligacji w okresie 2007-2008.



Źródło: Reuters EcoWin Pro.

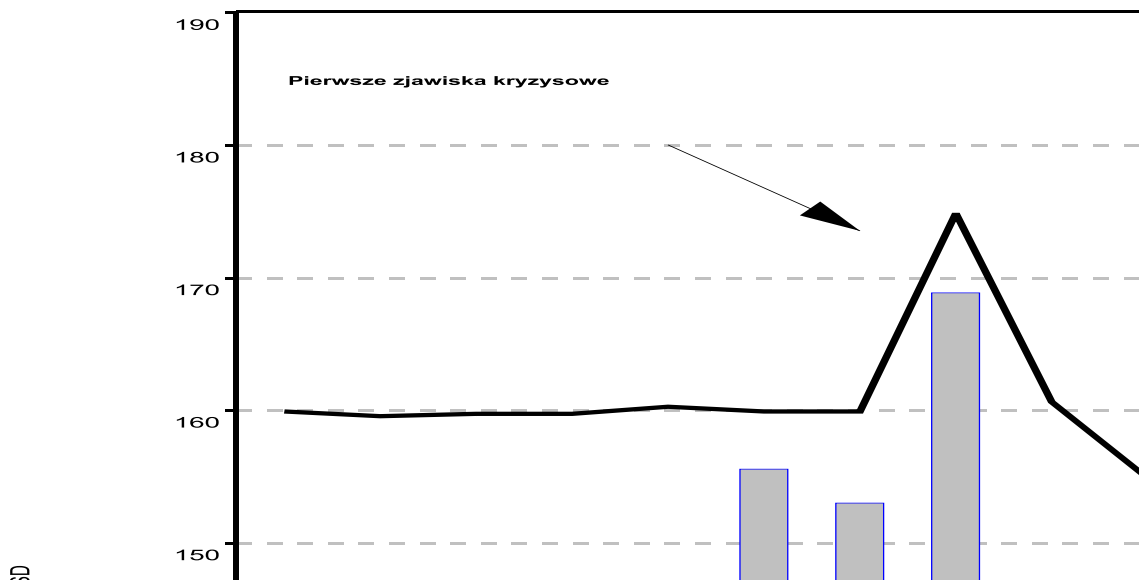
Teoretycznie rzecz biorąc, wysokość *spread*'u pomiędzy rentownością obligacji korporacyjnych a rentownością obligacji skarbowych świadczy o oczekiwaniach inwestorów co do skali niewypłacalności obligacji. Gdyby wysokość *spread*'u w tym przypadku o tym świadczyła, mogłoby się okazać, iż stopa zagrożonych niewypłacalnością przedsiębiorstw musiałaby wzrosnąć do najwyższego od lat 30. XX w. poziomu (15,4 procent), co jest raczej mało prawdopodobne. Po upadku banku Lehman Brothers stopa obligacji niewypłacalnych (amerykańskich) wyniosła 2,9 procent (październik 2008), podczas gdy według Standard&Poor's do września 2009 roku wzrosła ona do 7,6 procent (w bardzo pesymistycznym wariantcie załamania się gospodarki USA – do 9,6 procent). Z drugiej strony rynek obligacji korporacyjnych dostał negatywny sygnał po upadku banku Lehman Brothers, ponieważ jak się później okazało, będący w posiadaniu obligacji emitowanych przez Lehman Brothers inwestorzy mogli liczyć na nie więcej niż 10 centów za 1 dolara inwestycji. Tak niska tzw. *recovery rate* pokazała wysokie ryzyko inwestycyjne w obligacje korporacyjne i to ryzyko zdyskontowane zostało w decyzjach inwestycyjnych.

W rezultacie dramatycznych rynkowych wydarzeń okazało się, iż po upadku Lehman Brothers na rynku obligacji korporacyjnych zapanował zupełny zastój. Nawet utrzymujące się stosunkowo długo bardzo niskie ceny obligacji (bardzo wysoka ich rentowność) w pierwszych kryzysowych miesiącach nie przyciągały nowych inwestorów. Z jednej strony utrzymywały się obawy co do nieuchronnego pogorszenia się sytuacji gospodarczej kraju i samych przedsiębiorstw, z drugiej strony, jak się okazało, obok funduszy emerytalnych głównymi graczami na rynku obligacji przedsiębiorstw byli również wysoko zalewarowani inwestorzy, którzy wraz ze spadkiem cen zmuszeni byli w pośpiechu wyprzedawać będące w ich portfelu obligacje, przyczyniając się do jeszcze bardziej gwałtownego spadku ich cen.

Po wybuchu kryzysu finansowego wielu takich inwestorów stanęło na krawędzi bankructwa, wobec czego zmalał też efektywny popyt na obligacje korporacyjne. Poza tym, panująca na rynku niepewność przekładająca się na dużą jego wolatylność nie sprzyjała nowym decyzjom inwestycyjnym.

Obok segmentu obligacji korporacyjnych, globalny kryzys finansowy zdestabilizował również rynek *commercial papers*, dla których to instrumentów rynek ten po upadku Lehman Brothers po prostu zamarł. Zastój na rynku *commercial papers* był na tyle poważny w skutkach, iż konieczne okazały się zakrojone na szeroką skalę działania interwencyjne w tym segmencie rynku.

Wykres 7: Wartość emisji *commercial papers* przedsiębiorstw przemysłowych w USA oraz ich dyskonto w okresie 2007-2008.



Źródło: Reuters EcoWin Pro.

Jak zostało to przedstawione na ostatnim wykresie, upadek banku Lehman Brothers i wybuch globalnego kryzysu finansowego spowodował załamanie rynku krótkoterminowych papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa. *Commercial papers* stanowią rozpowszechnione źródło finansowania krótkoterminowego i niezakłócony dostęp do tej formy finansowania warunkuje jego bieżącą działalność. Wybuch kryzysu spowodował gwałtowny spadek wartości emisji 90-dniowych *commercial papers* oraz spowodował bardzo wysoki, jak na tak krótkoterminowe instrumenty finansowe wzrost stopy dyskontowej *commercial papers*, z 3 procent w sierpniu 2008 roku do przeszło 6 procent we wrześniu 2008 roku. Z powodu spadku wartości nowych emisji oraz wygasania emisji sprzed kilku miesięcy, wartość rynku *commercial papers* spadła o 61 miliardów dolarów do wartości 1,7 biliona dolarów w ostatnim tygodniu września 2008 roku. Spadek emisji *commercial papers* po upadku Lehman Brothers dotknął nawet najbardziej renomowane firmy, np. amerykańską firmę telekomunikacyjną – AT&T, która od wybuchu kryzysu finansowego do końca września, pomimo usilnych starań, nie uplasowała swoich emisji *commercial papers* o terminie dłuższym niż *overnight*. W tym czasie wartość rynku *commercial papers* o terminie od 1 do 4 dni wzrosła z 32 mld USD (dziennie) do 104 mld USD, podczas gdy rynek *commercial papers* o terminach od 21 do 40 dni spadł o 63 procent.

Przyczyny załamania tego segmentu rynku były takie same, jak w segmencie obligacji korporacyjnych – niepewne perspektywy na przyszłość, ekstremalna awersja do nawet

najmniejszego ryzyka, kurczenie się bazy inwestorów. W takich warunkach zdecydowano o działaniach interwencyjnych mających na celu przywrócenie płynności i sprawnego funkcjonowania rynku.

Segment innowacyjnych instrumentów bazujących na kredytach hipotecznych, czyli instrumentów finansowych, które istotnie przyczyniły się do wybuchu globalnego kryzysu finansowego, istotnie też po jego wybuchu ucierpiały. W pierwszej połowie 2008 roku rynek *credit default swaps* CDS spadł z poziomu 62 bln USD na koniec roku 2007 do wartości 55 bln USD, po upadku banku Lehman Brothers rynek ten odnotowywał bezprecedensowe spadki⁵.

Pierwszym poważnym skutkiem wybuchu kryzysu finansowego była utrata płynności przez rynek innowacyjnych instrumentów, w szczególności w jego części eksponowanej na amerykański *subprime mortgages*, którą w ostatnich kilkunastu latach niezmiennie się cieszył. Oznacza to, iż instytucje finansowe, które chciały się pozbyć będących w ich posiadaniu instrumentów, po wybuchu kryzysu finansowego miały trudności ze znalezieniem kontrahenta, a nawet w przypadku, kiedy go znalazły, mogły otrzymać zaledwie od kilkunastu do kilkudziesięciu centów za dolara. Warto zaznaczyć, iż wiele instytucji zmuszonych było wyprzedawać składniki swoich portfeli inwestycyjnych niezależnie od ceny rynkowej, szczególnie te, które stały na progu bankructwa.

Drugą konsekwencją, związaną z załamaniem się najbardziej ryzykownego segmentu hipotecznego w USA oraz z upadkiem banku Lehman Brothers, który był głównym graczem na rynku innowacyjnych instrumentów, w tym w szczególności CDS, był wzrost ryzyka inwestycyjnego oraz spadek ich wyceny rynkowej.

Po trzecie, wraz z wybuchem kryzysu finansowego, a w jego konsekwencji wzrostem stopy niewypłacalnych instrumentów, sprzedawcy *credit default swaps* musieli się liczyć z koniecznością wypłaty nabywcom CDS wysokich „odszkodowań” w ramach tych kontraktów. W 2007 roku wśród wystawców CDS 44 procent z nich stanowiły banki, 32 procent – *hedge funds*, 17 procent – towarzystwa ubezpieczeniowe, 4 procent fundusze emerytalne, 3 procent – fundusze inwestycyjne, 1 procent korporacje, oraz pozostały 1 procent – pozostałe podmioty.

Praktycznie rzecz biorąc, wstrzymanie nowych emisji w segmencie innowacyjnych instrumentów po wybuchu kryzysu finansowego, zamarcie transakcji kupna–sprzedaży instrumentów tego rynku oraz zanik jakichkolwiek oznak życia w tym segmencie dość wyraźnie obrazuje nastroje wśród uczestników tego rynku po upadku Lehman Brothers.

Fundusze inwestycyjne i emerytalne w obliczu kryzysu finansowego

Fundusze inwestycyjne oraz fundusze emerytalne należą do głównych inwestorów instytucjonalnych działających na rynkach papierów wartościowych. Od kondycji rynku papierów wartościowych uzależnione są wyniki inwestycyjne funduszy, a od tego z kolei napływ nowego kapitału do funduszy inwestycyjnych, podczas gdy ich aktywność inwestycyjna w dużej mierze determinuje trendy rynkowe. Jest to mechanizm naczyń połączonych, doskonale działający w warunkach stabilnego wzrostu rynku, załamujący się natomiast w okresie destabilizacji rynku.

W konsekwencji globalnego kryzysu finansowego przekładającego się na załamanie się rynku papierów wartościowych praktycznie we wszystkich, za wyjątkiem obligacji skarbowych, segmentach, ucierpiały również fundusze inwestycyjne i emerytalne. Po pierwsze spadła wartość ich portfeli inwestycyjnych przekładająca się na wycenę jednostek uczestnictwa w funduszach, po drugie ze względu na niezadowolające stopy zwrotu z inwestycji oraz rosnące ryzyko inwestycyjne nastąpił odpływ dużej części kapitału z funduszy inwestycyjnych, po

⁵ Szerzej na ten temat patrz np. Credit derivatives. The great untangling. The Economist, 8.11.2008.

trzecie, wiele funduszy, szczególnie *hedgingowych*, działających w oparciu o dźwignię finansową, stanęło na progu upadłości. Załamanie się rynku papierów wartościowych oraz silna jego wolatylność po upadku Lehman Brothers zmusiła wiele funduszy, przede wszystkim silnie zalewarowane *hedge fund'y* (które przyjęły pozycję przeciwną do kierunku zmian na rynku) w Stanach Zjednoczonych, w Wielkiej Brytanii, ale również w innych krajach, do zamykania części bądź wszystkich pozycji, często z ogromnymi stratami⁶. Działający na tym rynku od 1990 roku managerowie *hedge funds* stwierdzili, iż wrzesień 2008 roku był najgorszym dla ich działalności miesiącem. W okresie od stycznia do października 2008 roku wartość portfeli funduszy hedgingowych spadła średnio 20 procent; tak np. o 15 procent w funduszach typu *distressed securities*, natomiast o 50 procent w funduszach o polityce inwestycyjnej *convertible arbitrage*. W rezultacie po upadku banku Lehman Brothers segment funduszy hedgingowych zaczął się kurczyć: z jednej strony wraz z załamaniem rynku spadła wartość aktywów funduszy, z drugiej strony wzrosła awersja do ryzyka oraz rozpoczął się exodus kapitału z funduszy hedgingowych. Tak, jak w okresie od 1990 -2007 wartość będących w zarządzaniu *hedge funds* aktywów wzrosła pięćdziesięciokrotnie do poziomu ok. 2 bilionów dolarów, tak po wybuchu kryzysu finansowego szacuje się jej spadek o 30-40 procent. Szacuje się też, iż w obliczu globalnego kryzysu finansowego liczba *hedge funds* spadnie z 7 tysięcy do połowy tej liczby⁷.

Po upadku Lehman Brothers *hedge fund'y* musiały się również borykać z problemami związanymi ze zmianą *prime broker'a*⁸, wybierając pierwotnie banki inwestycyjne - Goldman Sachs oraz Morgan Stanley, a następnie w obawie przed podzieleniem przez te banki losu Bear Stearns oraz Lehman Brothers, przechodząc do banku uniwersalnego z rozwiniętą działalnością powierniczą, przeważnie do JPMorgan Chase lub Citigroup. Wynika to z tego, iż upadek Lehman Brothers przyczynił się nie tylko do poniesienia przez wysoko zalewarowane *hedge fund'y* ogromnych strat związanych z załamaniem się rynków papierów wartościowych, ale również do trudności *hedge fund'ów* w odzyskaniu należących do nich, a przechowywanych w Lehman Brothers (jako u *prime broker'a*) ich papierów wartościowych. Po pierwsze, trudno w masie upadłościowej Lehman Brothers odnaleźć oraz wydzielić z niej te aktywa, po drugie, w części zostały one wykorzystane przez *prime broker'a* do tzw. *rehypothecation*, inaczej mówiąc operacji, w której z wykorzystaniem papierów wartościowych należących do *hedge funds*, jako zabezpieczenia, *prime broker* pozyskuje finansowanie zewnętrzne. Problemy oraz upadek największych banków inwestycyjnych pełniących rolę *prime broker'ów* uwiarydowiły ryzyko sprawnie działającego przez kilkadziesiąt lat, a jednak opartego na „niezatapialności” banków inwestycyjnych systemu. W krótkim okresie tego rodzaju problemy doprowadziły na skraj upadłości wiele funduszy hedgingowych.

Jak się okazało, w obliczu globalnego kryzysu finansowego z niebagatelnymi problemami przyszło się zmierzyć najbardziej bezpiecznym, jak by się mogło wydawać, funduszom inwestycyjnym rynku pieniężnego. Fundusze rynku pieniężnego inwestują w bezpieczne instrumenty rynku pieniężnego, a więc w krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe

⁶ Należy tutaj jednak podkreślić, iż fundusze hedgingowe należą do inwestorów, którzy skutecznie potrafią wykorzystać również spadki na giełdach poprzez zajęcie odpowiedniej pozycji w stosunku do rynku – pozycji krótkiej, w przypadku spadków na rynku. Po wybuchu kryzysu finansowego mieliśmy jednak do czynienia z wyjątkową sytuacją nałożenia się na siebie wielu destabilizujących rynek czynników, wśród których dużą uwagę należy przywiązać do wysokiej wolatylności rynku. Krytyczne dla funduszy hedgingowych było w szczególności masowe wycofywanie kapitału przez ich uczestników.

⁷ Więcej na ten temat patrz np. Hedge funds in trouble. The incredible shrinking funds. The Economist, 25.10.2008.

⁸ *Prime broker* pełni wiele funkcji, m.in. pożyczka pieniądze *hedge fund'om* pod zastaw papierów wartościowych, pożyczka im akcje w celu tzw. „krótkiej sprzedaży”, jest ich trader'em oraz przechowawcą papierów wartościowych.

(certyfikaty depozytowe, bony skarbowe, *commercial papers*, itp.), oferując uczestnikom funduszu stopy zwrotu na poziomie nieco wyższym od oprocentowania depozytów bankowych. Generalnie rzecz biorąc, stopa zwrotu z inwestycji w jednostki funduszy rynku pieniężnego jest niższa od stopy zwrotu z jednostek innych typów funduszy, z tego względu, iż fundusze rynku pieniężnego, z uwagi na przyjętą strategię inwestycyjną należą do najbezpieczniejszych funduszy całej rodziny funduszy inwestycyjnych. Globalny kryzys finansowy pokazał jednak, że na progu upadłości mogą stanąć również fundusze rynku pieniężnego, szczególnie te, które w portfelach inwestycyjnych posiadały krótkoterminowe papiery wartościowe wystawione przez bank Lehman Brothers (np. najstarszy amerykański fundusz rynku pieniężnego - Reserve Primary Fund), bardzo aktywny w tym segmencie rynku. Po upadku tego banku załamał się wtórny rynek wystawionych przez Lehman Brothers instrumentów finansowych, a odzyskanie środków na rynku pierwotnym (w drodze skupu przez emitenta) możliwe było tylko w drodze podziału masy upadłościowej. Pierwsze problemy funduszy rynku pieniężnego spotkały się z natychmiastową reakcją uczestników tych funduszy, którzy masowo zaczęli wycofywać swoje środki, w obawie o dalszy spadek wartości jednostek uczestnictwa, transferując oszczędności przeważnie do segmentu obligacji skarbowych. W ciągu zaledwie kilku tygodni po upadku Lehman Brothers aktywa funduszy rynku pieniężnego w USA spadły z 1,3 bln USD do 900 mld USD, z jednej strony – ze względu na załamanie się, jak wcześniej pokazano, rynku *commercial papers*, który po upadku Lehman Brothers utracił płynność, z drugiej strony ze względu na rosnącą i osiagającą skrajne rozmiary panikę uczestników rynku funduszy inwestycyjnych przenoszących swoje oszczędności do funduszy lokujących środki w obligacje skarbowe lub depozyty bankowe. W rezultacie wiele funduszy rynku pieniężnego trzeba było zamknąć w obliczu wycofania przez uczestników kapitału, w tym m.in. cieszący się bardzo dobrą reputacją w tym segmencie rynku Putnam Prime Money Market Fund, zarządzający (przed upadkiem Lehman Brothers) aktywami o wartości 12 mld USD. Znaczące spadki wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa w funduszu spowodowały, iż niektóre fundusze inwestycyjne dla ratowania swojej reputacji, musiały otrzymać *bail-out* od swoich założycieli, tak np. Bank of America w przypadku Columbia Funds, Wachovia w przypadku Evergreen Investments. Tylko w pierwszym tygodniu po upadku Lehman Brothers fundusze rynku pieniężnego otrzymały *bail-out* na kwotę 8 mld USD, dla podtrzymania ich obecności na rynku funduszy inwestycyjnych.

Emitenci a kryzys finansowy

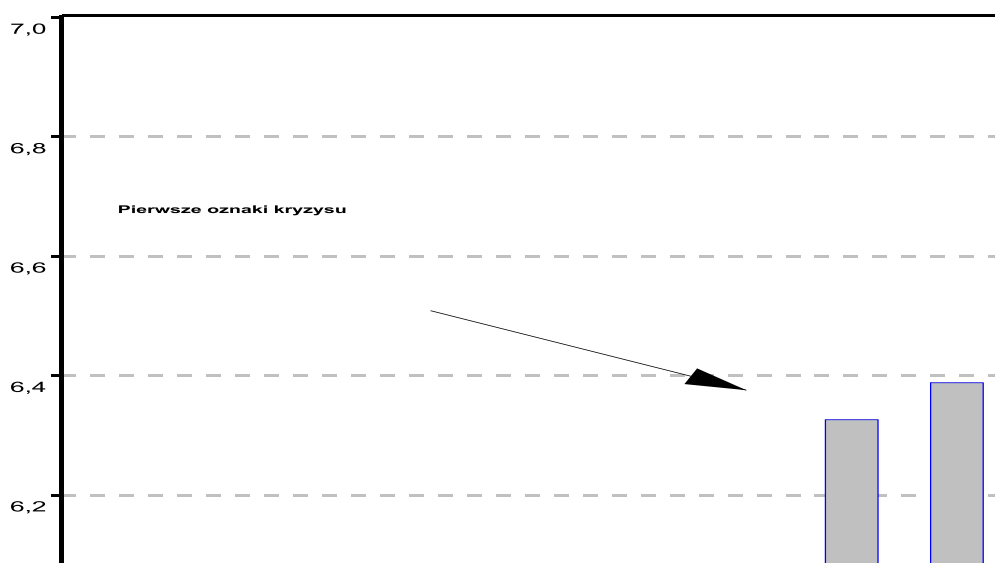
Wraz z wybuchem kryzysu finansowego przedsiębiorstwom przyszło się zmierzyć z istotnymi ograniczeniami w zakresie pozyskania zewnętrznego finansowania. Po upadku banku Lehman Brothers, w ślad za gwałtownym spadkiem podaży kredytu przedsiębiorstwa bądź zupełnie zostały odcięte od tego źródła finansowania, bądź w najlepszym wypadku miały bardzo ograniczony dostęp⁹. Co więcej, przedsiębiorstwa odcięte zostały również od finansowania płynącego z rynku papierów wartościowych. Jak wiadomo, jedną z form finansowania działalności bieżącej i inwestycyjnej firm stanowi kredyt bankowy, podczas gdy inne formy obejmują podwyższenie kapitału w drodze emisji akcji, oraz emisję papierów wartościowych o charakterze dłużnym. Załamanie rynków papierów wartościowych wzmogło zatem trudności przedsiębiorstw w zakresie efektywnego uplasowania ich emisji.

⁹ Załamanie cen na rynku papierów wartościowych wpływa negatywnie na wycenę akcji spółek, a to z kolei na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Spadek kapitalizacji firmy zmniejsza zdolność kredytową przedsiębiorstw, a tym samym ogranicza możliwości zaciągnięcia kredytu bankowego oraz powoduje wzrost kosztu finansowania ze wskazanego źródła.

Rosnąca na rynku bankowym oraz papierów wartościowych awersja do ryzyka spowodowała również wzrost kosztu pozyskania kapitału we wszystkich dostępnych źródłach, zarówno kapitału własnego (emisja akcji), jak również kapitału obcego (kredyt bankowy, emisja obligacji oraz emisja *commercial papers*)¹⁰.

Wzrost kosztu finansowania w drodze nowych emisji dłużnych papierów wartościowych w okresie od pojawienia się pierwszych oznak nadchodzącego globalnego kryzysu finansowego przedstawia poniższy wykres.

Wykres 8: Kupon krótkoterminowych obligacji korporacyjnych emitowanych w Stanach Zjednoczonych w okresie 2007-2008.



Źródło: Reuters EcoWin Pro.

Pojawiające się latem 2007 roku pierwsze oznaki zwiększające ryzyko wystąpienia kryzysu finansowego sprawiły, iż nowe emisje obligacji przedsiębiorstw musiały być plasowane z uwzględnieniem wyższego kuponu.

Koszt kapitału własnego jest jednym z najważniejszych czynników, branych pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych w przedsiębiorstwie, gdyż od tego kosztu w dużej mierze zależy opłacalność realizowanych przez firmy projektów inwestycyjnych. Można zatem stwierdzić, iż wzrost kosztu finansowania może spowodować ograniczenie działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw, a w konsekwencji ograniczenie potencjału do generowania zysków w przyszłości, a pogarszające się perspektywy przedsiębiorstw przekładają się na ich

¹⁰ Koszt kredytu / obligacji / *commercial papers*, to koszt długu (oprocentowanie / kupon / dyskonto); koszt kapitału od akcjonariuszy / właścicieli to koszt kapitału akcyjnego (właścicielskiego, tj. oczekiwana przez inwestorów stopa zwrotu z udostępnionego firmie kapitału). Z kolei koszt kapitału w firmie to średni ważony koszt długu i kapitału akcyjnego. Oczekiwana przez inwestorów stopa rentowności wniesionego do firmy kapitału uzależniona jest od wielu czynników. Najważniejszym z nich jest ryzyko inwestycyjne (ryzyko to może określać niepewność co do wysokości przyszłych strumieni pieniężnych); im ryzyko jest wyższe, tym większa jest oczekiwana przez inwestorów stopa zwrotu z oddanego do dyspozycji firmy kapitału. Drugim czynnikiem mającym wpływ na wysokość kosztu kapitału akcyjnego jest wysokość rynkowych stóp procentowych (im wyższe, tym wymagana stopa zwrotu będzie wyższa). Koszt kapitału akcyjnego determinuje też sytuacja na rynku finansowym; w okresie destabilizacji rynków jest on wyższy niż w fazie stabilnego wzrostu. Jak można wywnioskować, wzrost ryzyka w okresie kryzysowym, jak również wzrost awersji do ryzyka wśród wszystkich uczestników rynku finansowego sprawia, iż pozyskanie zarówno funduszy o charakterze dłużnym, jak też funduszy własnych staje się dla przedsiębiorstwa bardziej kosztowne.

wycenę rynkową i determinują możliwości w zakresie pozyskania nowych funduszy na rynku finansowym. W taki sposób tworzy się tzw. „błędne koło”.

Biorąc pod uwagę słuszne twierdzenie, iż inwestycje stanowią „koło zamachowe” gospodarki, wszelkiego rodzaju ograniczenia, bez względu na przyczyny, w dostępie przedsiębiorstw do źródeł finansowania ich działalności inwestycyjnej oraz rosnący koszt tego finansowania osłabiają średnio- i długoterminowe perspektywy gospodarcze.

Obok tego kryzys finansowy odcisnął swoje piętno na budżecie gospodarstw domowych, ich możliwościach konsumpcyjnych oraz inwestycyjnych. Obawy związane z pogorszeniem się perspektyw gospodarczych, w tym perspektyw zarobkowych gospodarstw domowych sprawiły, iż stały się one mniej skłonne do wydatkowania środków. Będące tego rezultatem ograniczenie wydatków gospodarstw domowych miało bezpośrednie przełożenie na spadek sprzedaży przedsiębiorstw, ceny ich dóbr i usług, a w konsekwencji spadek wartości ich przychodów ze sprzedaży. W przypadku gwałtownie spadającej sprzedaży w firmach rosną również koszty przypadające na jednostkę sprzedanych dóbr i usług, jako że utrzymujące się na niezmiennym poziomie koszty stałe, nie mogą być w krótkim czasie istotnie obniżone. Bardzo niepokojące dane wskazujące na spadek sprzedaży dóbr i usług w wielu krajach, w tym przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych, Japonii, Wielkiej Brytanii oraz krajach Strefy Euro napływają począwszy od 3 kwartału 2008 roku do chwili obecnej. Statystyki wskazują również na słabnący trend wzrostowy dochodowości przedsiębiorstw.

Należy zatem zauważyć, iż pogarszające się perspektywy gospodarcze przekładające się na spadek popytu na dobra i usługi przedsiębiorstw nie sprzyjają wprowadzaniu w życie nowych przedsięwzięć inwestycyjnych. Zbyt wiele niewiadomych, trudnych do ujęcia w business-planach parametrów determinujących opłacalność podejmowanych przedsięwzięć inwestycyjnych sprawia, iż działalność inwestycyjna staje się bardziej ryzykowna. Kryzys finansowy natomiast powoduje zmiany w podejściu do inwestycji, wzmagając awersję do ryzyka. W rezultacie po wybuchu kryzysu finansowego liczne firmy z wyboru wstrzymują się z decyzjami dotyczącymi pozyskania kapitału inwestycyjnego z rynków papierów wartościowych.

Literatura

- [1] Brummer A., *The Crunch. The Scandal of Northern Rock and the Escalating Credit Crisis*. Random House Business Books, London 2008.
- [2] Cooper G., *The Origin of Financial Crises. Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*. Harriman House LTD, Hampshire 2008.
- [3] Kindleberger Ch. - Aliber R., *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*. John Wiley & Sons Inc., Fifth Edition, 2005.
- [4] Minsky H., *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw Hill, International Edition 2008 (pierwszy raz opublikowana w 1986 roku przez Yale University Press).
- [5] Morris Ch., *The Trillion Dollar Meltdown. Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash*. Perseus Books Group, New York 2008.
- [6] Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*. Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2008.
- [7] Shiller R., *The Subprime Solution. How Today's Global Financial Crisis Happened and What to Do about it*. Princeton University Press, Princeton and Oxford 2008.
- [8] Stern G. - Feldman R., *To Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts*. Brookings Institute Press, International Edition 2004.
- [9] Turner G. *The Credit Crunch. Housing Bubbles, Globalization and the Worldwide Economic Crisis*. Pluto Press, London 2008.