

---

# Problemy i poglądy

---

*Andrzej Jurowski  
Piotr Zegadło*

## **GENEZA I DOTYCHCZASOWY PRZEBIEG GLOBALNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO\***

### **WSTĘP**

Trwający kryzys finansowy, który rozpoczął się na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych i rozprzestrzenił się na inne sfery gospodarki, jest uznawany często za największy kryzys od czasów wielkiego kryzysu lat 30-ych XX wieku. Kryzys nie ogranicza się obecnie do rynku finansowego, jednak sytuacja instytucji finansowych z całego świata ma istotne znaczenie ze względu na ich istotny wpływ na inne sektory gospodarki, a zakończenie kryzysu determinowane jest właśnie sytuacją instytucji finansowych, które najsilniej odczuły problemy trwającego kryzysu.

Globalny kryzys finansowy był odczuwalny dla inwestorów na wszystkich rynkach, zarówno papierów wartościowych, walutowych, jak i surowcowych, i spowodował znaczące zmiany na całym rynku finansowym. Zmiany te dotyczą zarówno kapitalizacji, jak i struktury własnościowej największych instytucji finansowych, jednak mają także szerszy aspekt. Zmieniła się bowiem znacząco płynność całego rynku finansowego. Spadek kapitalizacji największych instytucji finansowych oraz wzrost ryzyka spowodował zmniejszenie możliwości kreacji pieniądza, a co za tym idzie spadek płynności całego rynku. Zmniejszona dostępność środków finansowych

---

\* Opracowanie przygotowano na podstawie materiałów pochodzących z serwisów Bloomberg, Reuters, BBC, FDIC, 2 stycznia – 10 marca 2009 r. oraz analiz własnych.

jest determinowana ponadto ograniczonym zaufaniem instytucji finansowych, które nie są w stanie dokonać wiarygodnej oceny ryzyka kredytowego oraz skali potencjalnych strat, jakie mogą być udziałem innych uczestników rynku.

Zmieniło się ponadto postrzeganie oraz wycena ryzyka. Obecne spready na rynku pieniężnym oraz spready kredytowe przekraczają kilku lub nawet kilkunastokrotnie wartości notowane w pierwszej połowie 2007 r. Rozpoczęły się dyskusje nad zmianą systemu nadzoru nad rynkami finansowymi, a także zmianą prawodawstwa i wprowadzeniem nowych regulacji, dotyczących m.in. wymogów kapitałowych. Amerykańska Rada Standardów Rachunkowości Finansowej zmieniła zasady wyceny aktywów, odchodząc od stosowanej od lat na całym świecie zasady wyceny według *fair value*.

Biorąc powyższe pod uwagę, istotne jest podsumowanie najważniejszych dotychczasowych wydarzeń związanych z trwającym kryzysem na światowym rynku finansowym oraz najistotniejszych zmian, jakie zaszły w sektorze bankowym od rozpoczęcia kryzysu w połowie 2007 r. do końca 2008 r. W niniejszym opracowaniu przedstawiono najważniejsze zmiany zarówno struktury własnościowej, jak i kapitalizacji międzynarodowych instytucji finansowych, z których część należy do udziałowców większościowych banków działających w Polsce. Zmiany te nie miały dotychczas znaczącego wpływu na polski sektor bankowy, jednak ze względu na aktualne kłopoty finansowe niektórych międzynarodowych instytucji finansowych, niewykluczone są także zmiany struktury własnościowej banków działających w Polsce.<sup>1</sup>

W opracowaniu tym przedstawiono przyczyny zawirowań na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych oraz jego załamania i wpływ tych zjawisk na amerykański rynek kredytów hipotecznych. Omówiono przyczyny przeniesienia ryzyka z amerykańskiego rynku nieruchomości na globalny rynek finansowy, a także przebieg kryzysu, podając informacje o stratach poniesionych przez banki z uwagi na sytuację na rynku subprime, ograniczenie płynności na rynku międzybankowym oraz środki zaradcze stosowane zarówno przez instytucje finansowe, jak i rządy poszczególnych państw.

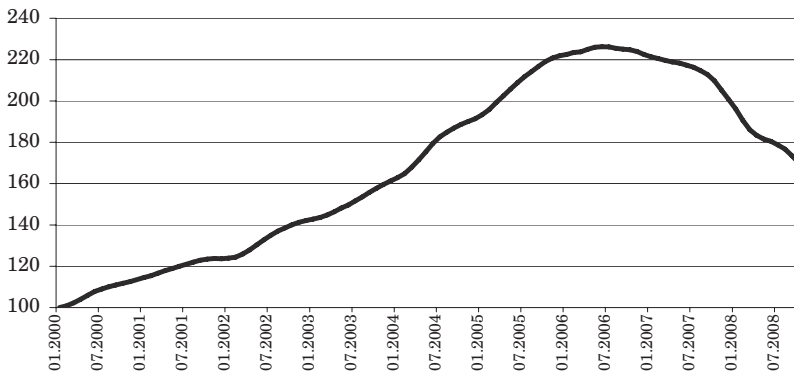
---

<sup>1</sup> W ostatnim czasie pojawiały się spekulacje prasowe na temat możliwej sprzedaży wybranych banków z polskiego sektora bankowego przez spółki-matki, jednak w ramach oficjalnego komunikatu wyłącznie amerykańska grupa AIG poinformowała o planowanej sprzedaży AIG Bank Polska SA. Obecnie trwają negocjacje z potencjalnymi nabywcami, jednak żadne konkretne decyzje nie zostały podjęte.

## 1. Geneza kryzysu

Globalny kryzys finansowy, który wciąż wywiera silny wpływ m.in. na akcję kredytową światowego sektora bankowego, aktywność na rynku międzybankowym, a także na kondycję przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych, rozpoczął się od problemów na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych.

**Wykres 1. Dynamika cen nieruchomości w 20 aglomeracjach USA w latach 2000–2008 (01.2000 r. = 100)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie S&P/Case-Shiller Home Price Index (CSXR).

Trudności ujawniły się w pełni w połowie 2007 r., choć sygnały wskazujące na możliwość wystąpienia kryzysu zaczęły pojawiać się dużo wcześniej. Po kłopotach amerykańskiej gospodarki Fed rozpoczął cykl łagodzenia polityki monetarnej, obniżając stopy procentowe z 6,5% w połowie 2000 r. do 1% w czerwcu 2003 r. Tak niski poziom stóp procentowych zachęcał do zaciągania kredytów, których banki<sup>2</sup> łatwo udzielały. Zwiększony popyt spowodował wzrost cen nieruchomości, szczególnie silny w latach 2001–2005.

Istotny jest fakt, że rynek nieruchomości w Stanach Zjednoczonych był stymulowany dodatkowo przez działalność rządową za pośrednictwem m.in. instytucji o statusie GSE<sup>3</sup>, jak Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) czy

<sup>2</sup> Oprócz banków kredytów hipotecznych udzielały instytucje finansowe o innym statusie prawnym, np. jednostki zależne trustów inwestujących w nieruchomości (tzw. *real estate investment trusts*). Dla czytelności tekstu wszystkie te instytucje będą określane mianem „banków”.

<sup>3</sup> Government Sponsored Enterprises to uprzywilejowane przedsiębiorstwa prywatne, utworzone przez rząd USA w celu zwiększenia dostępności i zmniejszenia kosztu kredytu dla gospodarstw domowych oraz sektora rolniczego i szkolnictwa.

Federal Home Loan Mortgage Association (Freddie Mac). Instytucje te nabywały od banków kredyty hipoteczne spełniające określone kryteria, uwalniając środki bankowe na kontynuowanie akcji kredytowej. Zarówno GSE, jak i same banki na szeroką skalę sekurytyzowały kredyty hipoteczne, emitując tzw. Mortgage-Backed Securities (MBS)<sup>4</sup>. Proces tworzenia takich instrumentów jak MBS zachęcał instytucje finansowe do udzielania dużej ilości kredytów hipotecznych, co doprowadziło do rozluźnienia wymagań dotyczących zdolności kredytowej klientów, dodatkowo zaniżanych ze względu na częste prowadzenie sprzedaży kredytów hipotecznych przez pośredników wynagradzanych w systemie prowizyjnym. Wiązało się to z kredytowaniem osób należących do segmentu subprime, czyli o podwyższonym ryzyku niespłacenia zobowiązań. Potencjalni kredytobiorcy byli zachęceni do zakupu nieruchomości przez takie konstrukcje, jak Adjustable Rate Mortgage (ARM), polegające na naliczaniu odsetek po bardzo niskiej stopie procentowej przez pierwsze lata od zaciągnięcia pożyczki, wzrastającej w późniejszym okresie. Banki zwiększały ponadto maksymalny dopuszczalny stosunek wartości udzielanego kredytu hipotecznego do wartości nieruchomości, tzw. Loan-To-Value (LTV).

Niskie stopy procentowe skłaniały z kolei banki do szukania możliwości korzystnego inwestowania wolnych środków. Jednym z kierunków takich inwestycji stał się rynek kredytów hipotecznych. Szczególnego znaczenia nabrały instrumenty pochodne, jak Collateralized Debt Obligations<sup>5</sup> (CDO), oparające się na transzy MBS (często o ratingu na poziomie AAA, przyznanym przez agencje ratingowe), które przy wykorzystaniu dźwigni umożliwiały osiąganie zwrotów z inwestycji znacząco przewyższających rentowności amerykańskich papierów skarbowych.

Wzrost cen nieruchomości, obserwowany od niemal 10 lat, zaczął wygasać na przełomie lat 2005 i 2006 z powodu stopniowego nasycenie rynku, a także pojawiających się na coraz szerszą skalę problemów ze spłatą kredytów hipotecznych, spowodowanych wzrostem stóp procentowych (Fed od połowy 2003 r. do czerwca 2006 r. podniósł stopy o 4,25 p.p.), szczególnie dotkliwym w latach 2005–2006, oraz wzrostem oprocentowania kredytów po zakończeniu okresu obniżonego oprocentowania w ramach struktur ARM.

Wydarzenia te spowodowały wyraźne obniżenie cen nieruchomości i znaczący wzrost liczby eksmisji, co ze względu na zwiększoną podaż prowadziło do dalszego spadku wartości nieruchomości stanowiących zarówno zabezpieczenie kredytów, jak i emitowanych papierów wartościowych.

<sup>4</sup> Mortgage-Backed Securities to papiery wartościowe generujące przychód w zależności od przepływów pieniężnych z kredytów hipotecznych będących ich instrumentem bazowym.

<sup>5</sup> Collateralized Debt Obligations to papiery wartościowe oparte na różnego rodzaju instrumentach dłużnych, generujące przychód odsetkowy w zależności od przepływów pochodzących z instrumentów bazowych. Poszczególne transze CDO różnią się ratingiem kredytowym. Inwestorzy nabywający transze najbardziej ryzykowne otrzymują najwyższy kupon, ale w przypadku niespłacania zobowiązań z tytułu instrumentów bazowych, pierwsi ponoszą straty.

**Tabela 1. Zestawienie przyczyn dynamicznego wzrostu cen na rynku nieruchomości w USA w latach 2000–2006**

<b>Działania instytucji finansowych</b>	<b>Postawa gospodarstw domowych</b>
Wsparcie rządowe dla rynku nieruchomości za pośrednictwem instytucji o statusie GSE	Korzystanie z nietypowych konstrukcji kredytów hipotecznych (m.in. ARM)
Stosowanie pochodnych instrumentów kredytowych (m.in. MBS, CDO)	Nastawienie na ciągły wzrost cen nieruchomości
Udzielanie kredytów hipotecznych zbyt szerokiej grupie klientów, w tym tzw. NINJA*	Tendencja do zwiększania całkowitego zadłużenia
Poszukiwanie rentownych inwestycji ze względu na niskie stopy procentowe	Założenie o możliwości refinansowania zobowiązań po niskim koszcie

\* NINJA – No Income, No Job, (No) Assets, klasa niezamożnych kredytobiorców bez udokumentowanego źródła dochodów, uznawana za najbardziej ryzykowną.

*Źródło:* opracowanie własne.

Spadek wartości zabezpieczeń znalazł odzwierciedlenie w wycenie aktywów znajdujących się w bilansach banków, powodując konieczność dokonania odpisów, a następnie ujawnienia konkretnych strat związanych ze wszystkimi aktywami, powiązanymi zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio z kredytami hipotecznymi, i to nie tylko tymi z segmentu subprime.

W marcu 2007 r. szef Fed Ben Bernanke ostrzegł, że działalność instytucji o statusie GSE może stanowić źródło systemowego zagrożenia dla sektora finansowego. W tym samym miesiącu firma New Century Financial, drugi co do wielkości pożyczkodawca na rynku subprime, wstrzymała udzielanie kredytów z powodu na opóźnienia w płatnościach rat przez znaczącą liczbę klientów. Cena akcji przedsiębiorstwa zaczęła gwałtownie spadać, aż zawieszono obrót nimi. W kwietniu 2007 r. New Century Financial ogłosił niewypłacalność, stając się pierwszą dużą ofiarą kryzysu subprime.

## **2. Przebieg kryzysu**

### **2.1. Straty instytucji finansowych wywołane kryzysem**

Kryzys subprime nie dotknął jedynie instytucji bezpośrednio udzielających pożyczek na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych. Miał on znaczące reperkusje także dla innych instytucji finansowych, w tym dla instytucji o statusie GSE. Posiadane aktywa w formie kredytów hipotecznych lub pochodnych instrumentów kredytowych przestały generować przewidywane przepływy pieniężne i traciły na

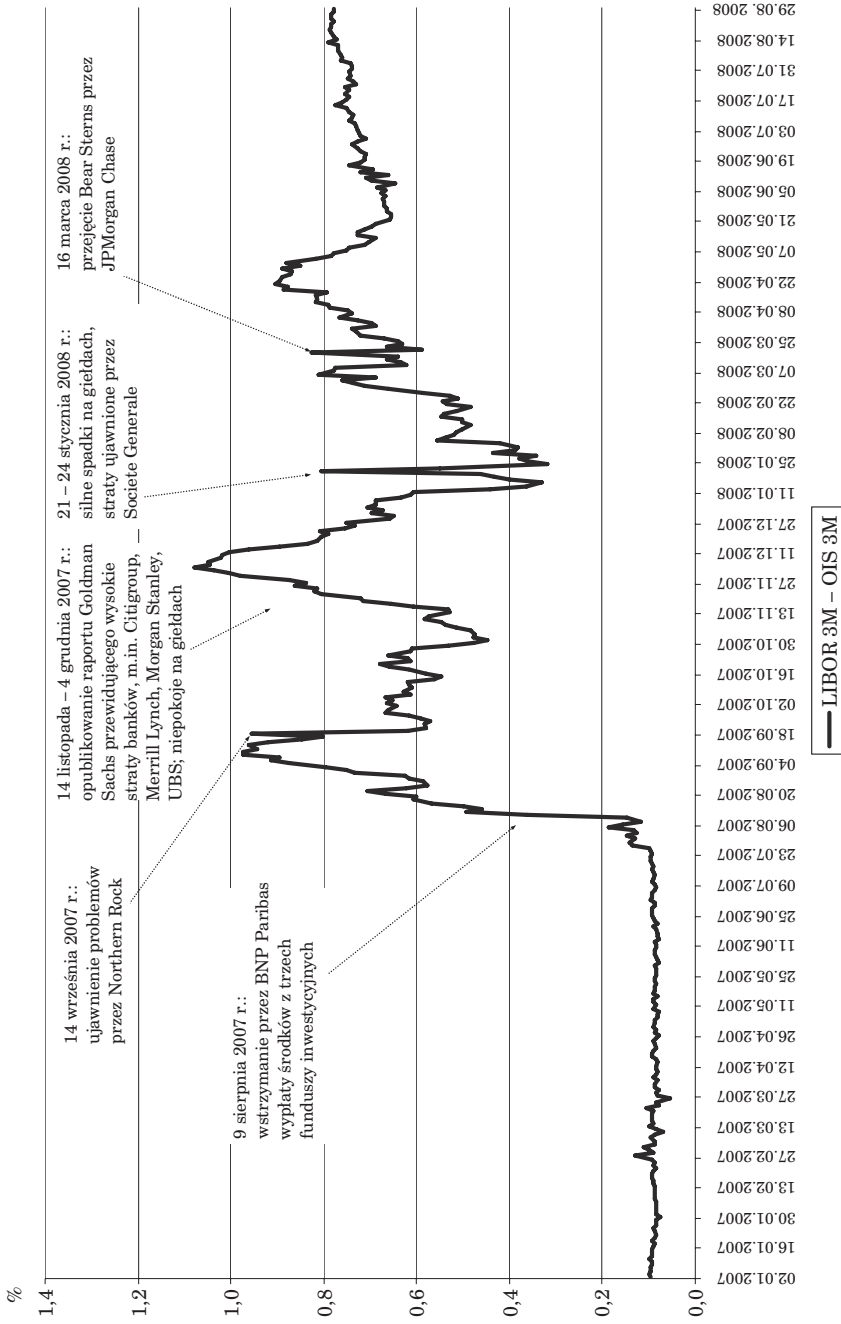
wartości. Znaczący wpływ na sektor finansowy wywarły instrumenty CDO związane z rynkiem kredytów hipotecznych, jak MBS, znajdujące się w nieregulowanym obrocie w trybie *over-the-counter* (OTC). Ze względu na wysokie ratingi takich struktur oraz wykorzystanie dźwigni, instytucje finansowe – jak banki czy fundusze hedgingowe – zdecydowały się na stosunkowo wysoką ekspozycję na CDO. Kiedy wyceny instrumentów zaczęły spadać znacznie poniżej poziomu implikowanego przez ratingi na poziomie AA lub AAA, odbiło się to na wynikach instytucji finansowych.

W lipcu 2007 r. Bear Stearns wstrzymał możliwość umorzenia jednostek w dwóch swoich funduszach hedgingowych, które inwestowały na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych. Ben Bernanke ujawnił szacunki, według których możliwe straty instytucji finansowych spowodowane kryzysem subprime mogą wynieść 100 mld USD. 9 sierpnia 2007 r. wypłaty środków z trzech funduszy inwestycyjnych wstrzymało także BNP Paribas, jako powód podając niemożność wyceny aktywów związanych z rynkiem subprime według ich wartości godziwej. Wydarzenia te stały się początkiem kryzysu płynności na globalnych rynkach finansowych, tzw. *credit crunch*, który doprowadził do zmniejszenia zaufania kontrahentów na rynku międzybankowym, wskutek niemożności wiarygodnej oceny ich ryzyka kredytowego, spowodowanej zmianą wyceny aktywów związanych z rynkiem subprime. Pociągnęło to za sobą zmniejszenie przez banki limitów ekspozycji z tytułu ryzyka kredytowego dla poszczególnych instytucji finansowych, co w konsekwencji nie tylko zmniejszyło możliwości zaciągania przez banki kredytów na rynku międzybankowym, ale także utrudniło emisję obligacji oraz dokapitalizowanie poprzez emisję akcji. Spadek zaufania na amerykańskim rynku międzybankowym, reprezentowany jako spread pomiędzy stopą LIBOR 3M dla USD a stopą OIS 3M dla USD, przedstawiono na wykresie 2. (zmiany tego spreadu interpretowane są m.in. jako zmiany poziomu ryzyka kredytowego banków w ich własnej ocenie<sup>6</sup>.)

Widzimy z wykresu 2, że o ile do sierpnia 2007 r. spread wahał się w przedziale ok. 0,09%–0,19%, to zarówno jego poziom, jak i zmienność wyraźnie wzrosły na skutek późniejszych wydarzeń związanych z kryzysem subprime. Historyczne maksimum (0,19%) zostało przekroczone 9 sierpnia 2007 r., w reakcji

<sup>6</sup> Po stopie LIBOR 3M uczestnicy rynku międzybankowego udzielają sobie kredytów na trzy miesiące. W przypadku niewypłacalności kontrahenta, pożyczkodawca w dniu wymagalności pożyczki nie otrzyma ani odsetek, ani pożyczzonego kapitału. Natomiast w przypadku stopy OIS 3M transakcja ma charakter swapa, w którym jedna strona wypłaca odsetki od umówionego kapitału po uzgodnionej stopie stałej, natomiast strona druga wypłaca odsetki po zmiennej stopie *overnight*. Rozliczenia dokonuje się netto, więc kwota narażona na ryzyko z tytułu niewypłacalności kontrahenta jest ograniczona do części odsetek od kapitału. Z tego względu marża na ryzyko kredytowe zawarta w stopie LIBOR 3M jest większa od marży odzwierciedlonej w stawce OIS 3M. Stopa OIS 3M jest też znacznie mniej wrażliwa na zmiany ryzyka kredytowego sektora bankowego, natomiast znaczący wpływ na jej wartość mają oczekiwania dotyczące przyszłego poziomu stóp procentowych.

**Wykres 2. Spread LIBOR 3M – OIS 3M w okresie 01.2007 r.–08.2008 r.**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych agencji Reuters.

na wspomniane wcześniej oświadczenie BNP Paribas, po którym spread osiągnął poziom 0,36%. Następnego dnia Fed, EBC oraz centralny bank Japonii w skoordynowanej akcji udostępniły środki sektorowi bankowemu w celu zwiększenia płynności (odpowiednio: 43 mld USD, 156 mld euro oraz 8,4 mld USD).

Pod koniec sierpnia 2007 r. Countrywide Financial, największy pożyczkodawca na rynku amerykańskich kredytów hipotecznych, w celu dokapitalizowania sprzedał Bank of America akcje preferencyjne o wartości 2 mld USD, a 5 miesięcy później Bank of America ogłosił zamiar kupna całości Countrywide Financial za ok. 4 mld USD. 14 września 2007 r. brytyjski bank Northern Rock (który w lutym 2008 r. został ostatecznie znacjonalizowany) poinformował o pozyskaniu w trybie awaryjnym środków z Banku Anglii ze względu na problemy z płynnością, wywołane kryzysem na rynku subprime i zmasowanym wycofywaniem środków przez deponentów. Całkowita pomoc, jaką Northern Rock otrzymał od Banku Anglii w formie pożyczek i gwarancji, opiewała na kwotę 55 mld funtów.

W październiku 2007 r. amerykański bank inwestycyjny Merrill Lynch ogłosił odpisy z tytułu utraty wartości aktywów na kwotę 7,9 mld USD, a do końca lutego 2008 r. w ślad za nim poszły inne instytucje finansowe, które informowały o spadku wartości aktywów, m.in.: Morgan Stanley (3,7 mld USD), Citigroup (18 mld USD), UBS (18,4 mld USD), AIG (15 mld USD), Credit Suisse (2,85 mld USD), HSBC (2,1 mld USD), BNP Paribas (0,9 mld euro), Commerzbank (0,8 mld euro), WestLB (2 mld euro), Natixis (0,8 mld euro), Société Générale (2,6 mld euro) oraz Fortis (1–2 mld euro).

W marcu 2008 r., po udzieleniu przez Rezerwę Federalną nadzwyczajnej pomocy bankowi Bear Stearns, został on sprzedany JPMorgan Chase za kwotę ok. 240 mln USD (z uwagi na fakt, że Fed nie miał możliwości udzielenia bezpośredniej pomocy Bear Sterns, przekazał środki na zakup i dokapitalizowanie tej instytucji bankowi JPMorgan Chase). W kolejnym miesiącu amerykański bank Washington Mutual został dokapitalizowany kwotą 7 mld USD przez konsorcjum finansowe pod przewodnictwem spółki inwestycyjnej Texas Pacific Group, a bank Lehman Brothers pozyskał 4 mld USD z emisji akcji.

Kolejne miesiące przyniosły pewne uspokojenie w sektorze finansowym, trwające do połowy 2008 r. Wtedy to wzrósł niepokój o sytuację Fannie Mae i Freddie Mac, których wyniki finansowe pogarszały się stopniowo wraz ze wzrostem opóźnień w spłatach kredytów hipotecznych przez gospodarstwa domowe. Już rok wcześniej instytucje te odnotowały straty w wysokości 3,50 mld USD (Fannie Mae) oraz 2,05 mld USD (Freddie Mac). Obawy inwestorów giełdowych, co do sytuacji finansowej tych instytucji i możliwości ich dalszego funkcjonowania bez dodatkowej pomocy, doprowadziły do gwałtownego spadku ich cen na amerykańskim parkiecie. Aby oddać groźbę upadku przyznano im specjalną rządową linię kredytową, a dodatkowo Kongres przyjął w lipcu 2008 r. ustawę umożliwiającą bezpośrednie dokapitalizowanie Fannie Mae i Freddie Mac przez Skarb Państwa.



W tym samym miesiącu deponenci wycofali znaczącą ilość środków z jednej z największych firm udzielających kredyty hipoteczne w USA, IndyMac Bancorp, która kilkanaście dni później, tj. 1 sierpnia 2008 r., ogłosiła niewypłacalność.

**Tabela 2. Straty i odpisy wybranych globalnych banków związane z rynkiem kredytów hipotecznych w porównaniu do pozyskanego kapitału w okresie kryzysu (w mld USD)\***

Instytucja	Odpisy i straty	Pozyskany kapitał	Saldo
Wachovia Corporation	96,5	11,0	-85,5
Citigroup Inc.	67,2	113,5	46,3
Merrill Lynch & Co.	55,9	29,9	-26,0
UBS AG	48,6	31,7	-16,9
Washington Mutual Inc.	45,6	12,1	-33,5
HSBC Holdings Plc	33,1	4,9	-28,2
Bank of America Corp.	27,4	55,7	28,3
JPMorgan Chase & Co.	20,5	44,7	24,2
Lehman Brothers Holdings Inc.	16,2	13,9	-2,3
Morgan Stanley	15,7	24,6	8,9
Royal Bank of Scotland Group Plc	15,6	50,2	34,6
Wells Fargo & Company	14,6	41,8	27,2
Credit Suisse Group AG	13,7	11,7	-2,0
Deutsche Bank AG	12,7	6,0	-6,7
ING Groep N.V.	10,2	18,0	7,8
Credit Agricole SA	9,4	12,2	2,8
Fortis	8,9	21,9	13,0
Societe Generale	8,1	11,3	3,2
Barclays Plc	6,7	27,0	20,3
BNP Paribas	5,8	3,5	-2,3
Goldman Sachs Group Inc.	4,9	20,5	15,6
UniCredit SpA	4,3	9,8	5,5
KBC Groep NV	3,7	4,8	1,1
Rabobank	3,3	0,0	-3,3
Commerzbank AG	3,0	11,2	8,2
DZ Bank AG	2,5	0,0	-2,5
ABN AMRO Holding NV	2,1	0,0	-2,1
Dexia SA	1,6	8,7	7,1

\* Straty i odpisy związane z amerykańskim rynkiem subprime od początku 2007 r. do 15 grudnia 2008 r., pozyskany kapitał od lipca 2007 r. do 15 grudnia 2008 r.

Źródło: agencja Bloomberg.

Według danych serwisu Bloomberg, do 27 sierpnia 2008 r. światowy sektor bankowy poniósł z powodu kryzysu na rynku subprime straty w wysokości ok. 506 mld USD.

## ***2.2. Interwencje rządowe oraz zmiany struktury własnościowej w obliczu kryzysu***

W drugiej połowie 2008 r. dość istotnej zmianie uległ charakter trwającego kryzysu. Oprócz serii publikacji, dotyczących kolejnych odpisów i strat instytucji finansowych, zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i Europie i Azji, rozpoczęła się seria interwencji rządowych. Miały one na celu niedopuszczenie do upadłości instytucji ważnych systemowo i polegały najczęściej na dokapitalizowaniu w zamian za przekazanie części udziałów lub akcji (lub innych instrumentów zamienialnych na akcje, dających okresowy przychód odsetkowy), sprowadzając się tym samym do częściowej lub całkowitej nacjonalizacji. Instytucje finansowe zaczęły ponadto intensywnie poszukiwać kapitału spoza sektora rządowego, aby zachować niezależność w profilu prowadzonej działalności inwestycyjnej, a także w systemie wynagrodzeń, który ze względu na powszechnie stosowany system prowizyjny od wypracowanych zysków (bez względu na stopień ekspozycji na ryzyko) zaczął być dość mocno krytykowany, a nawet podawany za jedną z głównych przyczyn trwającego kryzysu.

Istotnym wydarzeniem, które zaowocowało dalszym spadkiem zaufania do instytucji finansowych (przede wszystkim na rynku międzybankowym, co uwidoczniło się we wzroście premii za ryzyko i ograniczeniu płynności), było przejęcie przez rząd USA 7 września 2008 r. kontroli nad dwoma instytucjami, które były posiadaczem lub gwarantem ok. 50% całego, wartego 12 bln USD, rynku amerykańskich kredytów hipotecznych, Fannie Mae i Freddie Mac. Łączne straty w obu tych instytucjach, związane z kryzysem subprime, wzrosły do ok. 15 mld USD, a nacjonalizacja zakładała stopniowe dokapitalizowywanie spółek przez zakup preferencyjnych akcji do kwoty ok. 200 mld USD.

Kilka dni później nastąpiło kolejne wydarzenie, które wywarło dość istotny wpływ na wycenę ryzyka instytucji finansowych. Niewypłacalność ogłosił amerykański bank inwestycyjny, z historią liczącą ponad 150 lat, Lehman Brothers. Amerykański rząd, który dotychczas wspierał większość banków znajdujących się w kłopotach finansowych, tym razem zdecydował o nieprzekazywaniu środków na pomoc dla banku inwestycyjnego, dokapitalizowując jednocześnie dzień później kwotą ok. 85 mld USD jedną z największych światowych instytucji finansowych – American International Group (AIG), w zamian za 79,9% akcji spółki.

Fakt ten został odebrany przez inwestorów jako sygnał, że rząd Stanów Zjednoczonych nie jest gotów do bezkrytycznego udzielania wsparcia wszystkim instytu-

cyjnym finansowym, zaangażowanym pośrednio lub bezpośrednio na rynku subprime. Według szacunków serwisu Bloomberg, Lehman Brothers w konsekwencji kryzysu subprime stracił lub był zmuszony odpisać ok. 14 mld USD, a jego kapitalizacja w ciągu ostatnich 10 miesięcy funkcjonowania zmniejszyła się o 37 mld USD.

Dopiero dwa dni po ogłoszeniu upadłości brytyjski bank Barclays zgodził się odkupić od Lehman Brothers działą bankowości inwestycyjnej oraz rynków kapitałowych. Natomiast japońska instytucja finansowa Nomura Holdings ogłosiła przejście od Lehman Brothers spółek prowadzących działalność w rejonie Azji i Pacyfiku.

W tym samym okresie Bank of America, który rozważał wcześniej zainwestowanie w Lehman Brothers, zdecydował się przejąć za kwotę ok. 50 mld USD amerykański bank inwestycyjny Merrill Lynch, będący największą na świecie firmą brokerską.

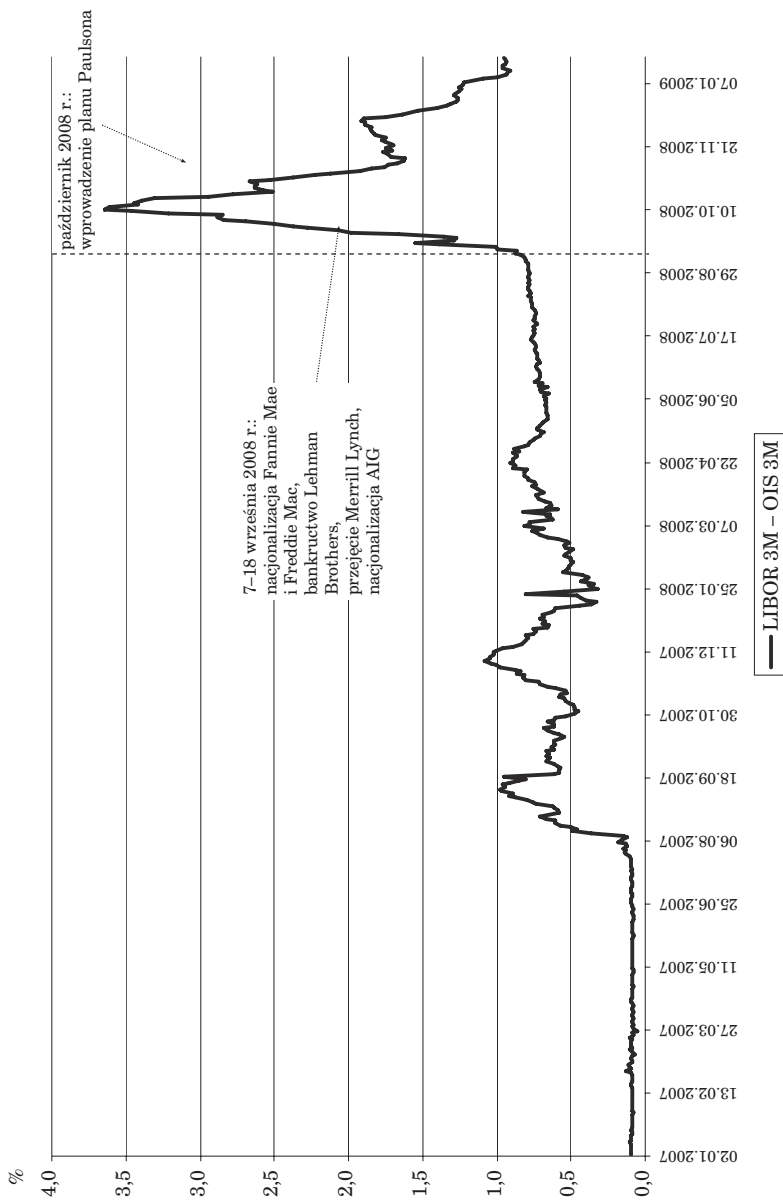
Także w ostatnich dniach września 2008 r. po poniesieniu straty w wysokości 19 mld USD, związanej ze skutkami kryzysu subprime i wycofaniu przez klientów 16,7 mld USD w ciągu 10 dni, wniosek o wszczęcie procedury upadłościowej złożył amerykański bank Washington Mutual (WM), a ze względu na narastające obawy o kondycję banku Wachovia, które nasiliły się wyraźnie po upadku WM, zdecydowano o konieczności dofinansowania i sprzedaży Wachovia za kwotę ok. 15,1 mld USD bankowi Wells Fargo.

W tym samym miesiącu, oprócz wielu doniesień o problemach amerykańskich instytucji finansowych, pojawiły się informacje dotyczące problemów finansowych banków europejskich. Pod koniec września 2008 r. rządy Belgii, Holandii oraz Luksemburga zdecydowały się na dofinansowanie kwotą 11,2 mld euro grupy Fortis, w zamian za częściową nacjonalizację, a konsorcjum złożone z rządów Francji, Belgii i Luksemburga wsparło bank Dexia kwotą 6,4 mld euro. Islandzki rząd przejął natomiast 75% akcji banku Glitnir w zamian za 600 mln euro (w późniejszym okresie rząd przejął całkowitą kontrolę nad Glitnir, a także bankami Kaupthing Bank oraz Landsbanki Islands).

Wrzesień 2008 r. pokazał, że negatywne efekty kryzysu mogą rozprzestrzeniać się także na instytucje finansowe nieposiadające bezpośredniej ekspozycji na rynek subprime. Taka transmisja ryzyka dokonywała się m.in. ze względu na silne wzajemne powiązania banków światowych na globalnym rynku międzybankowym, negatywne postrzeganie całego sektora bankowego przez klientów oraz inwestorów, a także znaczne ograniczenie płynności i dostępu do środków finansowych.

Postępujący spadek zaufania na amerykańskim rynku międzybankowym wpłynął na dalszy wzrost spreadu pomiędzy stopą LIBOR 3M dla USD a stopą OIS 3M dla USD, który w październiku 2008 r. ponad trzykrotnie przekroczył najwyższe historyczne poziomy notowane po upadku Northern Rock oraz ogłoszeniu serii odpisów i strat przez największe banki amerykańskie.

**Wykres 3. Spread LIBOR 3M – OIS 3M w okresie 01.2007 r.–01.2009 r.**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych agencji Reuters.

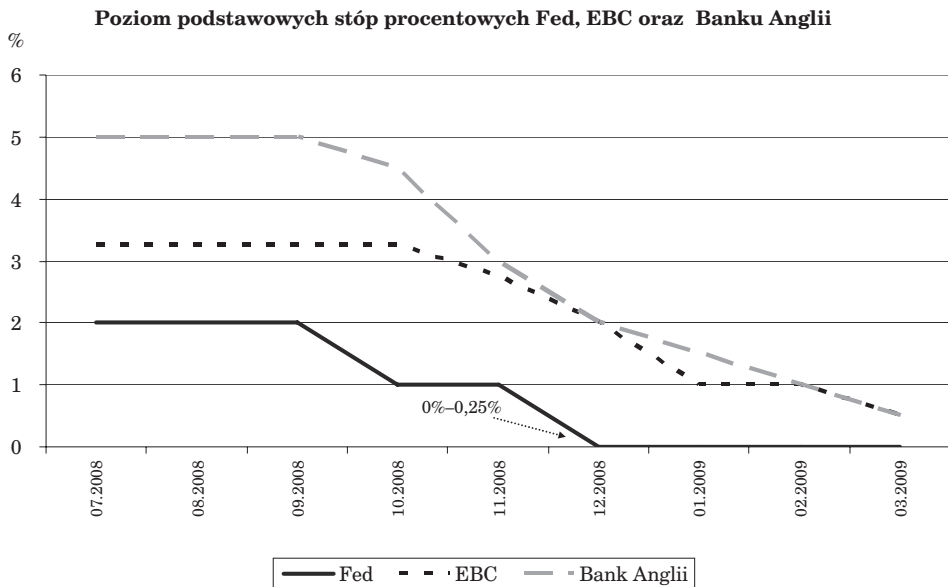
Wspieranie poszczególnych instytucji finansowych czy czasowe zwiększanie płynności amerykańskiego sektora finansowego przez Rezerwę Federalną miało na celu ograniczenie rozprzestrzeniającego się coraz bardziej kryzysu finansowego. Działania te nie miały jednak charakteru systemowego, lecz doraźny. Pierwsze upublicznione systemowe programy pomocowe skierowane do całego sektora finansowego, zostały przedstawione na przełomie września i października 2008 r. przez Stany Zjednoczone, Niemcy oraz Wielką Brytanię.

Deklarowane formy pomocy obejmowały m.in.:

- ❖ zwiększenie dostępności pożyczek udzielanych przez banki centralne,
- ❖ udzielanie pożyczek przez Skarb Państwa,
- ❖ gwarancje wartości „toksycznych” aktywów,
- ❖ gwarancje zobowiązań banków, jak np. obligacje komercyjne,
- ❖ dokapitalizowanie przez zakup akcji preferencyjnych lub zwykłych.

Fed kontynuował ponadto trwający od roku cykl łagodzenia polityki monetarnej, a podobne działania rozpoczęły Europejski Bank Centralny oraz Bank Anglii, a w ślad za nimi także inne banki centralne.

**Wykres 4. Podstawowe stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Wielkiej Brytanii w okresie 12.2006 r.–01.2009 r.\***



\* Dane według stanów na koniec miesiąca.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych banków centralnych.

W IV kwartale 2008 r. pierwsze amerykańskie instytucje wyraziły zapotrzebowanie na środki rządowe z tzw. planu TARP. Były to: Bank of America, JPMorgan Chase, Citigroup, Wells Fargo, Goldman Sachs oraz Morgan Stanley. W tym samym okresie rząd Niemiec zdecydował o dokapitalizowaniu kwotą ok. 8,2 mld euro banku Commerzbank (o pomoc w wysokości 5 mld euro wystąpił także inny niemiecki bank, BayernLB) oraz udzieleniu kredytu najpierw na 20 mld euro, a następnie na kolejne 12 mld euro Hypo Real Estate Holding, ponieważ irlandzka spółka-córka holdingu, Depfa Bank, miała problemy z pozyskaniem krótkoterminowego finansowania. Zapotrzebowanie na środki w wysokości 37 mld funtów, pochodzące z brytyjskiego planu pomocowego, zgłosiły Royal Bank of Scotland Group, HBOS oraz Lloyds TSB Group. Rząd Irlandii ogłosił natomiast zamiar wsparcia irlandzkich banków Allied Irish Banks oraz Bank of Ireland (po 2 mld euro każdy).

Także szwajcarskie banki zostały zmuszone do poszukiwania nowego kapitału. UBS otrzymał wsparcie w wysokości 6 mld CHF od rządu Szwajcarii w związku z odpisami z tytułu utraty wartości „toksycznych” aktywów oraz wycofaniem przez zamożnych inwestorów indywidualnych środków w wysokości ok. 66 mld CHF w samym III kwartale 2008 r. ING Groep otrzymał od holenderskiego rządu pomoc w wysokości 10 mld euro, a ponadto w ramach wzmocnienia bazy depozytowej zakupił od islandzkich Kaupthing Bank oraz Landsbanki Islands depozyty klientów brytyjskich o wartości 3 mld funtów.

W Stanach Zjednoczonych pojawiły się ponadto obawy, że wskutek trwających trudności Freddie Mac oraz Fannie Mae, kwota przyznanej im pomocy publicznej być może przekroczy 200 mld USD, początkowo przyjmowane za górną granicę środków do udostępnienia przez rząd. Kwota pomocy rządowej udostępniona AIG także została zwiększona z początkowo przeznaczonych na ten cel 85 mld USD do 152,5 mld USD. Środków rządowych potrzebowało również Citigroup. Grupa otrzymała gwarancje na „toksyczne” aktywa o wartości ok. 306 mld USD oraz dokapitalizowanie kwotą 20 mld USD, poza kwotą 25 mld USD otrzymaną wcześniej z planu TARP.

Pod koniec 2008 r. administracja USA rozpoczęła udzielanie pomocy spółkom spoza sektora finansowego, a jej pierwszymi beneficjentami były koncerny motoryzacyjne General Motors oraz Chrysler, którym przyznano pomoc w wysokości odpowiednio: 13,4 mld USD oraz 4 mld USD.

Instytucje finansowe, które nie otrzymały bezpośredniej pomocy publicznej, poszukiwały innych źródeł finansowania oraz poprawy swojej płynności, korzystając z pożyczek banków centralnych, sprzedając udziały w spółkach zależnych lub też pozyskując środki z emisji akcji skierowanych do konkretnych inwestorów, często pochodzących z krajów azjatyckich (m.in. Barclays, Morgan Stanley, Prudential czy UBS). Z bezpośredniej pomocy oferowanej przez organy administracji publicznej zrezygnował m.in. Credit Suisse Group, pozyskując 10 mld CHF od prywat-

nych inwestorów (m.in. Qatar Investment Authority), a największy belgijski bank i ubezpieczyciel, KBC Group, zapowiedział z kolei emisję papierów wartościowych na kwotę 3,5 mld euro, których nabywcą ma być rząd Belgii. Część banków ogłosiła także plany restrukturyzacji, oparte w dużej mierze na redukcji kosztów, związanej ze zwolnieniami pracowników (np. Goldman Sachs, HSBC, Citigroup).

Zestawienie wybranych rządowych planów pomocowych oraz przykłady interwencji przedstawiono w tabeli 3. Szczegółowa lista znajduje się w punkcie 4.2.

Początek 2009 r. przyniósł falę publikacji niekorzystnych wyników finansowych za 2008 r., a także planów restrukturyzacji i zmiany struktury własnościowej większości znaczących instytucji finansowych. Citigroup wykazało stratę netto za IV kwartał 2008 r. w wysokości 8,29 mld USD. Firma podała, że rozważa podział na dwie części. Jedna (Citicorp) miałaby skoncentrować się na bankowości korporacyjnej i detalicznej, natomiast druga (Citi Holdings) zajmowałaby się m.in. działalnością brokerską oraz zarządzaniem aktywami (*asset management*). Ponadto Citibank poinformował o planach sprzedaży bankowi Morgan Stanley za kwotę 2,7 mld USD 51% udziałów w Smith Barney, firmie brokerskiej należącej do Citigroup. W tym samym miesiącu Bank of America ujawnił stratę za IV kwartał 2008 r. w wysokości ok. 1,79 mld USD. Nie zawierała ona szacowanych na 15,3 mld USD strat Merrill Lynch, którego przejęcie formalnie zakończyło się w styczniu br., a na którą bank ma otrzymać dodatkową pomoc rządową.

Royal Bank of Scotland podał, że w 2008 r. stracił 24,1 mld funtów, m.in. z powodu odpisów kwoty wartości niematerialnych i prawnych związanych z przejęciem ABN Amro, odpisów z tytułu utraty wartości instrumentów kredytowych oraz strat na udzielonych pożyczkach. Skarb Państwa zamierza zwiększyć swój udział w RBS z 58% do 70%.

BNP Paribas odnotował w IV kwartale 2008 r. stratę w wysokości 1,4 mld euro, głównie ze względu na straty na portfelu akcji. Całkowity wynik za ubiegły rok wyniósł natomiast 3,02 mld euro, jednak pomimo tego bank poinformował, że otrzyma dodatkową pomoc rządową w kwocie ok. 2,55 mld euro. Societe Generale podał, że IV kwartale 2008 r. zamknął się wynikiem bliskim zera, a w całym 2008 r. prawdopodobnie wykaże wynik netto na poziomie ok. 2 mld euro. Francuski bank ma także otrzymać dalszą pomoc rządową w kwocie ok. 1,7 mld euro.

Według wstępnych danych ING Groep, strata netto grupy wyniosła 3,1 mld euro w IV kwartale 2008 r. oraz 0,73 mld euro w całym 2008 r. Instytucja zapowiedziała skorzystanie z gwarancji rządu Holandii na większą część swojego, wycenianego aktualnie na 27,7 mld euro, portfela papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych.

Deutsche Bank wykazał w IV kwartale 2008 r. stratę w wysokości ok. 4,8 mld euro, ze względu na straty na portfelu akcji oraz pochodnych instrumentów kredytowych.

Tabela 3. Wybrane rządowe plany pomocowe oraz interwencje\*

Państwo	Interwencje i plany pomocowe	Szacowana wartość planu	Wsparcie dla konkretnych instytucji
Francja	Rząd przeznaczył do 40 mld euro na dokapitalizowanie banków, a także nie wyklucza obejmowania udziałów w instytucjach, którym zostanie udzielona pomoc. Ponadto udzielone mogą być gwarancje na obligacje komercyjne wyemitowane przez banki na kwotę do 320 mld euro	360 mld euro	Airbus: 5 mld euro Banque Populaire: 0,95 mld euro BNP Paribas: 2,55 mld euro Caisse d'Epargne: 1,1 mld euro Credit Agricole: 3 mld euro Credit Mutuel: 1,2 mld euro Dexia: 6,4 mld euro** Societe Generale: 1,7 mld euro
Hiszpania	Rząd udzielił gwarancji na emitowane przez banki obligacje do końca 2009 r. Rozważane jest także odkupowanie od banków „toksycznych” aktywów oraz zakup ich akcji	250 mld USD	bd.
Irlandia	Rząd udzielił gwarancji na depozyty bankowe i inne zobowiązania banków, pobierając od wszystkich uczestników planu opłatę za uczestnictwo w skumulowanej wysokości 1 mld euro za 2 lata. Dopuszczono też bezpośrednio dokapitalizowanie banków. Całkowita wartość planu to 485 mld euro	485 mld euro	Anglo Irish Bank: bd. Allied Irish Banks: 2 mld euro Bank of Ireland: 2 mld euro
Niemcy	Rząd udostępnił do 80 mld euro na dokapitalizowanie banków. Kwotą 15 mld euro wsparł akcję kredytową państwowego banku KfW. Ponadto rząd udzielił gwarancji pożyczek na rynku międzybankowym na kwotę	643 mld USD	Bayerische Landesbank: 25 mld euro Commerzbank: 18,2 mld euro Hypo Real Estate: 50 mld euro IKB Deutsche Industriebank: 1,5 mld euro



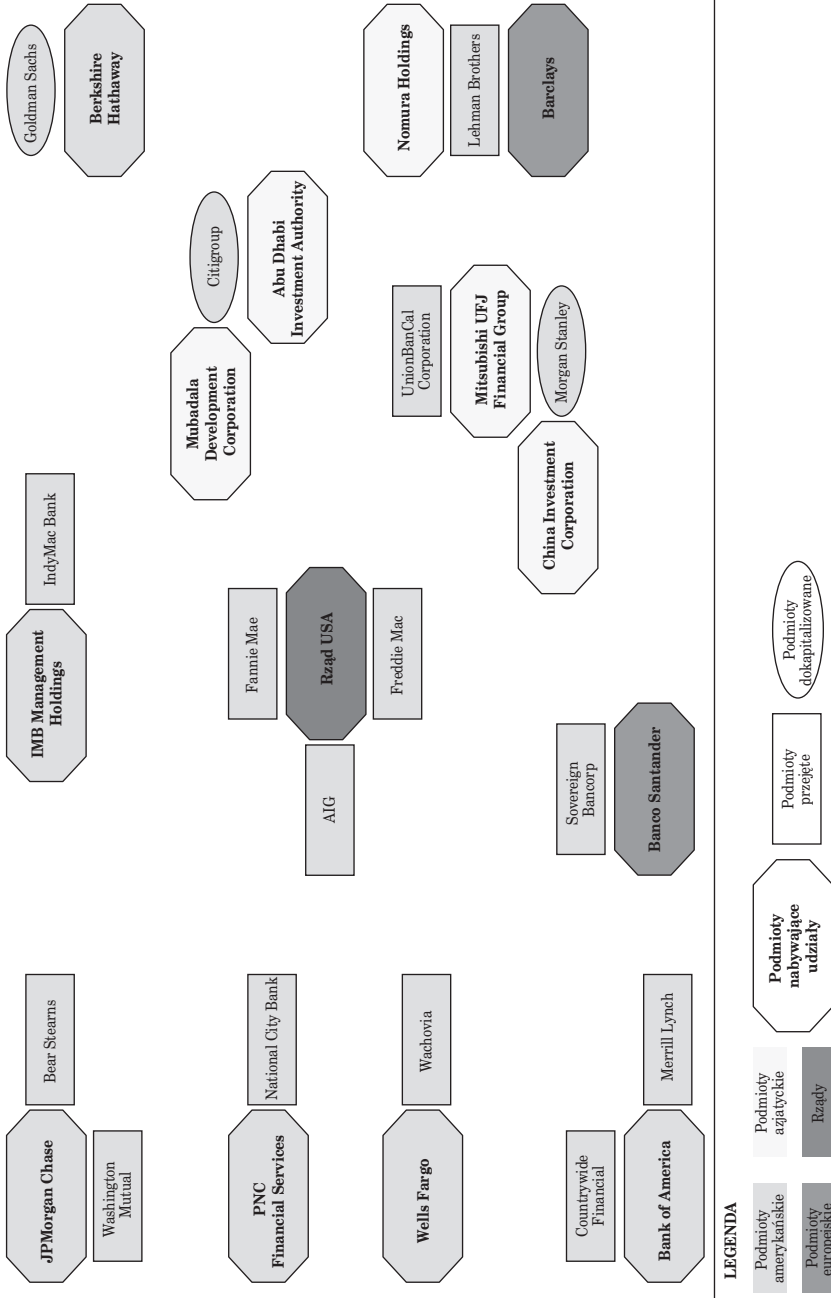
Niemcy	400 mld euro, przy jednoczesnym związaniu rezerwy w wysokości 20 mld euro na ewentualne straty na tych pożyczkach			
Szwajcaria	Utworzono fundusz gwarantowany przez bank centralny, do którego mają być transferowane „toksyczne” aktywa posiadane przez banki	bd.		UBS: 65 mld USD
USA	Szczegóły zaprezentowano w punkcie 4.6	8 152 mld USD		AIG: 153 mld USD Citigroup: 249 mld USD Fannie Mae i Freddie Mac: 200 mld USD JPMorgan Chase: 29 mld USD
Wielka Brytania	Rząd zagwarantuje do 250 mld funtów pożyczek udzielonych na rynku międzybankowym oraz dokapitalizuje banki kwotą do 50 mld funtów. Ponadto bank centralny udostępni przynajmniej 200 mld funtów dodatkowych środków w celu wsparcia płynności	450 mld funtów		Bradford & Bingley: bd. Halifax Bank of Scotland: bd. Lloyds TSB: bd. Northern Rock: 55 mld funtów Royal Bank of Scotland: bd.

\* Plany rządowe ulegają ciągłym modyfikacjom, np. początkowo rząd Irlandii planował dokapitalizować Anglo Irish Bank kwotą 1,5 mld euro, co zostało ogłoszone w mediach, a następnie decyzję te wycofano, ujawniając plany nacjonalizacji. Dlatego też nie należy traktować powyższych danych jako ostatecznych.

\*\* Wspólne działanie rządów Belgii, Francji i Luksemburga.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych agencji Reuters oraz Bloomberg.

**Wykres 5. Przejęcia oraz zmiany struktury akcjonariatu wybranych amerykańskich instytucji finansowych w okresie trwania kryzysu**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych agencji Reuters oraz Bloomberg.

Według szacunków agencji Bloomberg, globalny sektor bankowy do 15 grudnia 2008 r. odnotował straty lub odpisy związane z kryzysem subprime na kwotę ok. 732,9 mld USD, jednocześnie pozyskując ok. 788,9 mld USD kapitału.

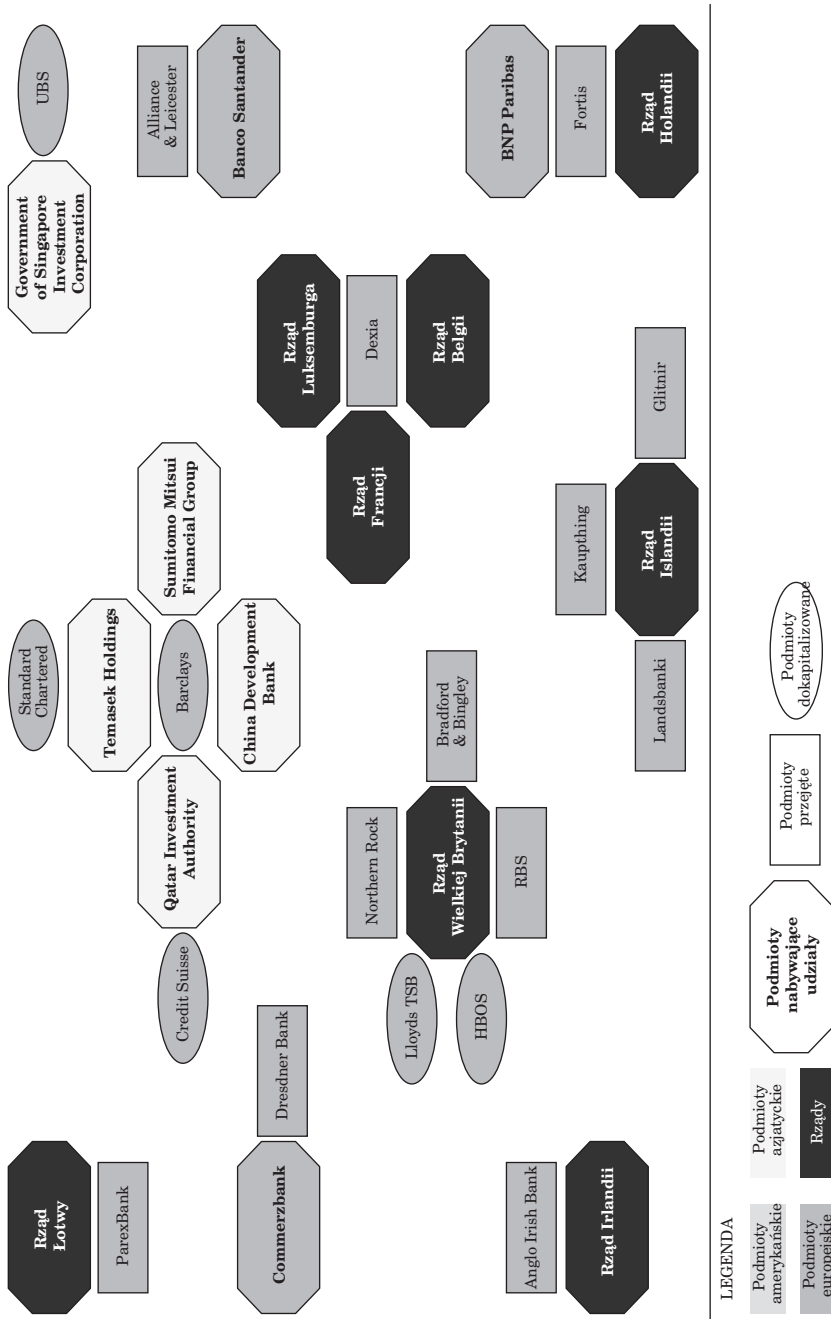
Konsekwencją kryzysu finansowego nie były jednak wyłącznie straty instytucji finansowych. Z uwagi na znaczący spadek kapitalizacji światowego sektora bankowego, a także problemy z utrzymaniem płynności, duża liczba instytucji finansowych zdecydowała się na emisję akcji, celem uzyskania dodatkowego kapitału. Banki oprócz akcji zwykłych emitowały także akcje preferencyjne, generujące dodatkowy przychód odsetkowy, aby zachęcić ewentualnych inwestorów możliwością osiągnięcia ponadprzeciętnego zysku. Wysoką aktywnością wykazywały się tzw. *sovereign wealth funds* z Bliskiego i Dalekiego Wschodu, a także rządy poszczególnych państw, których celem było najczęściej niedopuszczenie do upadłości lub zapewnienie płynności instytucjom przeżywającym okresowe kłopoty z pozyskaniem środków na zapewnienie bieżącej działalności. Nastąpiły znaczne zmiany struktury własnościowej największych instytucji finansowych z całego świata, często związane ze zmianą inwestora strategicznego lub całkowitym przeniesieniem prawa własności.

W amerykańskim sektorze finansowym, oprócz znaczącej liczby mniejszych przejęć, wystąpiła konsolidacja obejmująca swoim zasięgiem największe i najbardziej znaczące banki, m.in. Merrill Lynch, Bear Stearns, Washington Mutual czy Wachovia. Należy zwrócić uwagę, że oprócz inwestorów z amerykańskiego sektora publicznego oraz Azji (najczęściej także powiązanych z rządami tych państw), swój udział w przejęciach amerykańskich instytucji miały także banki europejskie.

Znaczące udziały w zmianach struktury własnościowej europejskich instytucji finansowych miały rządy państw rezydentów dokapitalizowanych banków. W Europie, podobnie jak w Stanach Zjednoczonych, były aktywne instytucje azjatyckie, jednak w przeciwieństwie do rynku amerykańskiego, koncentrowały się one na dokapitalizowaniu bez dokonywania znaczących przejęć. Udział podmiotów amerykańskich związków, swoje zaangażowanie kapitałowe w europejskim sektorze finansowym, był marginalny.

Wymiernym efektem trwającego kryzysu finansowego była znacząca liczba upadłości instytucji finansowych, zwłaszcza w sektorze amerykańskim. Poza najbardziej znanymi amerykańskimi instytucjami finansowymi, jak IndyMac Bank, Lehman Brothers czy Washington Mutual, upadłość ogłosiło kilkadziesiąt innych, a deponenci części z tych instytucji skorzystali z gwarancji Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

**Wykres 6. Przejęcia oraz zmiany struktury akcjonariatu wybranych europejskich instytucji finansowych w okresie trwania kryzysu**



**LEGENDA**

- Podmioty amerykańskie
- Podmioty azjatyckie
- Podmioty nabywające udziały
- Podmioty europejskie
- Rządy
- Podmioty przejęte
- Podmioty dokapitalizowane

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych agencji Reuters oraz Bloomberg.

**Tabela 4. Wybrane upadłości banków i innych instytucji finansowych w USA od 2007 r.\***

<b>Data</b>	<b>Instytucja</b>	<b>Data</b>	<b>Instytucja</b>
02.02.2007	Metropolitan Savings Bank	07.11.2008	Franklin Bank S.S.B.
28.09.2007	NetBank	07.11.2008	Security Pacific Bank
04.10.2007	Miami Valley Bank	21.11.2008	The Community Bank
25.01.2008	Douglass National Bank	21.11.2008	Downey Savings and Loan
07.03.2008	Hume Bank	21.11.2008	PFF Bank and Trust
09.05.2008	ANB Financial	05.12.2008	First Georgia Community Bank
30.05.2008	First Integrity Bank	12.12.2008	Haven Trust Bank
11.07.2008	IndyMac Bank	12.12.2008	Sanderson State Bank
25.07.2008	First National Bank of Nevada	16.01.2009	National Bank of Commerce
25.07.2008	First Heritage Bank	16.01.2009	Bank of Clark County
01.08.2008	First Priority Bank	23.01.2009	1st Centennial Bank
22.08.2008	The Columbian Bank and Trust Company	30.01.2009	MagnetBank
29.08.2008	Integrity Bank	30.01.2009	Suburban Federal Savings Bank
05.09.2008	Silver State Bank	30.01.2009	Ocala National Bank
15.09.2008	Lehman Brothers	06.02.2009	FirstBank Financial Services
19.09.2008	AmeriBank	06.02.2009	Alliance Bank
25.09.2008	Washington Mutual	06.02.2009	County Bank
10.10.2008	Main Street Bank	13.02.2009	Sherman County Bank
10.10.2008	Meridian Bank	13.02.2009	Riverside Bank of the Gulf Coast
24.10.2008	Alpha Bank & Trust	13.02.2009	Corn Belt Bank and Trust Company
31.10.2008	Freedom Bank	13.02.2009	Pinnacle Bank of Oregon

\* Ze względu na złożoność amerykańskiego systemu prawnego w kwestii upadłości, w powyższej tabeli umieszczono zarówno instytucje niewypłacalne, jak i te, które wniosowały o wszczęcie procedury upadłościowej, a także instytucje przejęte przez FDIC.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych agencji Reuters, Bloomberg oraz FDIC.

Tabela 5. Straty i odpisy globalnych banków związane z rynkiem kredytów hipotecznych w porównaniu do pozyskanego kapitału w okresie kryzysu (w mld USD)\*

Institucja	Odpisy i straty	Pozy-skany kapitał	Saldo	Institucja	Odpisy i straty	Pozy-skany kapitał	Saldo
Wachovia Corporation	96,5	11,0	-85,5	Lloyds TSB Group Plc	3,8	13,5	9,7
Citigroup Inc.	67,2	113,5	46,3	KBC Groep NV	3,7	4,8	1,1
Merrill Lynch & Co.	55,9	29,9	-26,0	Bank of China Ltd	3,7	0,0	-3,7
UBS AG	48,6	31,7	-16,9	HSH Nordbank AG	3,3	1,7	-1,6
Washington Mutual Inc.	45,6	12,1	-33,5	Rabobank	3,3	0,0	-3,3
HSBC Holdings Plc	33,1	4,9	-28,2	WestLB AG	3,3	6,8	3,5
Bank of America Corp.	27,4	55,7	28,3	Bear Stearns Companies Inc.	3,2	0,0	-3,2
National City Corp.	26,2	8,9	-17,3	Commerzbank AG	3,0	11,2	8,2
JPMorgan Chase & Co.	20,5	44,7	24,2	Fifth Third Bancorp	2,7	6,1	3,4
Lehman Brothers Holdings Inc.	16,2	13,9	-2,3	Royal Bank of Canada	2,7	0,0	-2,7
Morgan Stanley	15,7	24,6	8,9	DZ Bank AG	2,5	0,0	-2,5
Royal Bank of Scotland Group Plc	15,6	50,2	34,6	Landesbank Sachsen AG	2,4	0,0	-2,4
Wells Fargo & Company	14,6	41,8	27,2	Sovereign Bancorp Inc.	2,4	1,9	-0,5
Bayerische Landesbank	14,4	8,8	-5,6	U.S. Bancorp	2,2	6,6	4,4
IKB Deutsche Industriebank AG	14,0	11,6	-2,4	ABN AMRO Holding NV	2,1	0,0	-2,1

Tabela 5 cd.

Instytucja	Odpisy i straty	Pozy- skany kapitał	Saldo	Instytucja	Odpisy i straty	Pozy- skany kapitał	Saldo
Credit Suisse Group AG	13,7	11,7	-2,0	Mitsubishi UFJ Financial Group	1,8	10,6	8,8
Deutsche Bank AG	12,7	6,0	-6,7	Industrial and Commercial Bank of China	1,7	0,0	-1,7
ING Groep N.V.	10,2	18,0	7,8	KeyCorp	1,6	4,2	2,6
HBOS Plc	9,5	23,7	14,2	Bank Hapoalim B.M.	1,6	2,3	0,7
Credit Agricole SA	9,4	12,2	2,8	Dexia SA	1,6	8,7	7,1
Fortis	8,9	21,9	13,0	Marshall & Ilsley Corp.	1,5	1,7	0,2
Societe Generale	8,1	11,3	3,2	Sumitomo Mitsui Financial Gr	1,2	11,0	9,8
Mizuho Financial Group Inc.	7,4	6,6	-0,8	Alliance & Leicester Plc	1,1	0,0	-1,1
Barclays Plc	6,7	27,0	20,3	Groupe Caisse d'Epargne	1,1	0,0	-1,1
Canadian Imperial Bank of Comm.	6,7	2,4	-4,3	Bank of Montreal	1,1	0,0	-1,1
BNP Paribas	5,8	3,5	-2,3	Bank of Nova Scotia	1,0	0,0	-1,0
Hypo Real Estate Holding AG	5,5	0,0	-5,5	Sumitomo Trust and Banking Co.	1,0	2,0	1,0
Dresdner Bank AG	4,9	0,0	-4,9	Gulf International Bank	1,0	1,0	0,0
Indymac Bancorp	4,9	0,0	-4,9	National Bank of Canada	0,6	0,8	0,2

Tabela 5 cd.

Instytucja	Odpisy i straty	Pozy-skany kapital	Saldo	Instytucja	Odpisy i straty	Pozy-skany kapital	Saldo
Goldman Sachs Group Inc.	4,9	20,5	15,6	DBS Group Holdings Limited	0,2	1,0	0,8
Natixis	4,7	7,9	3,2				
Landesbank Baden-Wuerttemberg	4,5	0,0	-4,5	Pozostale banki europejskie	8,5	4,0	-4,5
UniCredit SpA	4,3	9,8	5,5	Pozostale banki azjatyckie	5,3	11,2	5,9
Nomura Holdings Inc.	4,3	5,9	1,6	Pozostale banki amerykanskie	3,6	23,0	19,4
ETRADE Financial Corp.	4,1	2,2	-1,9	Pozostale banki kanadyjskie	0,5	1,1	0,6

\* Straty i odpisy związane z rynkiem subprime od poczátku 2007 r. do 15 grudnia 2008 r., pozyskany kapital od lipca 2007 r. do 15 grudnia 2008 r.

Źródło: agencja Bloomberg.



Tabela 6. Rządowe plany pomocowe oraz interwencje\*

Państwo	Interwencje i plany pomocowe	Szacowana wartość planu	Wsparcie dla konkretnych instytucji
Arabia Saudyjska	Rząd zasilił sektor bankowy kwotą 3 mld USD oraz pozyczył 2,67 mld USD gospodarstwu domowemu będącym w trudnej sytuacji materialnej. Bank centralny obniżył stopę rezerwy obowiązkowej	6 mld USD	bd.
Argentyna	Rząd dokonał interwencji na rynku walutowym	bd.	bd.
Australia	Rząd gwarantuje wszystkie depozyty bankowe, pobierając opłatę za gwarantowanie kwot większych od 1 mln AUD. Ponadto rząd udziela gwarancji na komercyjne pożyczki udzielone bankom. Wprowadzono także pakiet stymulujący gospodarkę, m.in. przez inwestycję w infrastrukturę	27 mld USD	bd.
Austria	Rząd dokapitalizuje banki na kwotę do 15 mld euro oraz udzieli do 75 mld euro gwarancji na pożyczki na rynku międzybankowym. Ponadto rząd udzielił całkowitej gwarancji na depozyty bankowe osób prywatnych oraz przeznaczył 10 mld euro na gwarantowanie depozytów małych i średnich przedsiębiorstw	100 mld euro	Erste Group Bank: 2,7 mld euro Kommunalkredit: bd. Bank Medici: bd.
Belgia	bd.	bd.	KBC Group: 3,5 mld euro Dexia: 6,4 mld euro** Fortis: 11,2 mld euro***
Brazylia	Rząd zmienił zasady naliczania poziomu rezerwy obowiązkowej na korzystniejsze dla banków oraz zamierza w razie konieczności nabywać udziały w bankach przechodzących problemy z płynnością za pośrednictwem dwóch banków państwowych	bd.	bd.

Tabela 6 cd.

Państwo	Interwencje i plany pomocowe	Szacowana wartość planu	Wsparcie dla konkretnych instytucji
Bulgaria	Rząd zmienił zasady naliczania poziomu rezerwy obowiązkowej na korzystniejsze dla banków	bd.	bd.
Chiny	Rząd zatwierdził program mający na celu wsparcie popytu w gospodarce	1 460 mld USD	bd.
Dania	Rząd zamierza wesprzeć sektor bankowy, udostępniając kwotę ok. 18 mld USD	18 mld USD	Roskilde Bank: 0,7 mld euro
Francja	Rząd przeznaczy do 40 mld euro na dokapitalizowanie banków, a także nie wyklucza obejmowania udziałów w instytucjach, którym zostanie udzielona pomoc. Ponadto mogą być udzielone gwarancje na obligacje komercyjne wyemitowane przez banki na kwotę do 320 mld euro	360 mld euro	Airbus: 5 mld euro Banque Populaire: 0,95 mld euro BNP Paribas: 2,55 mld euro Caisse d'Epargne: 1,1 mld euro Credit Agricole: 3 mld euro Credit Mutuel: 1,2 mld euro Dexia: 6,4 mld euro** Societe Generale: 1,7 mld euro
Grecja	Rząd może dokapitalizować banki kwotą do 5 mld euro. Ponadto udzieli gwarancji na kredyty na rynku międzybankowym do kwoty 15 mld euro oraz udostępni środki mające na celu wsparcie płynności w wysokości do 8 mld euro	28 mld euro	bd.
Hiszpania	Rząd udzielił gwarancji na emitowane przez banki obligacje do końca 2009 r. Rozważane jest także odkupowanie od banków „toksycznych” aktywów oraz zakup ich akcji	250 mld USD	bd.

Tabela 6 cd.

Państwo	Interwencje i plany pomocowe	Szacowana wartość planu	Wsparcie dla konkretnych instytucji
Holandia	bd.	bd.	Aegon: 3 mld euro Fortis: 11,2 mld euro*** ING Group: 10 mld euro
Indie	Bank centralny rozszerzył zakres instytucji mogących otrzymać od niego finansowanie, obniżył wymogi kapitałowe dla banków oraz udostępnił ok. 8,84 mld USD na dodatkowe pożyczki	9 mld USD	bd.
Irlandia	Rząd udzielił gwarancji na depozyty bankowe i inne zobowiązania banków; pobierając od wszystkich uczestników planu opłatę za uczestnictwo w skumulowanej wysokości 1 mld euro za 2 lata. Dopuszczono też bezpośrednio dokapitalizowanie banków. Całkowita wartość planu to 485 mld euro	485 mld euro	Anglo Irish Bank: bd. Allied Irish Banks: 2 mld euro Bank of Ireland: 2 mld euro
Islandia	Rząd znacjonalizował banki Glitnir, Landsbanki oraz Kaupthing oraz zawiesił obsługę ich zadłużenia	bd.	Glitnir: bd. Landsbank: bd. Kaupthing: bd.
Japonia	Rząd przeznaczy kwotę ok. 20,6 mld USD na zwiększenie wartości oferowanych operacji repo oraz poszerzy katalog instrumentów do wykorzystania przez banki jako zastaw w ramach operacji otwartego rynku. Możliwe będzie również dofinansowanie banków w razie konieczności. Przewidziano także pakiet stymulujący rozwój gospodarczy o wartości ok. 111 mld USD	132 mld USD	bd.

Tabela 6 cd.

Państwo	Interwencje i plany pomocowe	Szacowana wartość planu	Wsparcie dla konkretnych instytucji
Kanada	Rząd zapowiedział możliwość odkupienia od banków wybranych kredytów hipotecznych o wartości do 50 mld CAD	50 mld CAD	bd.
Kazachstan	Rząd zasili największe krajowe banki kwotą ok. 5 mld USD oraz przeznaczy 10 mld USD na wspieranie gospodarki. Bank centralny zmienił zasady naliczania poziomu rezerwy obowiązkowej na korzystniejsze dla banków	15 mld USD	bd.
Korea Południowa	Rząd udostępni środki w wysokości ok. 30 mld USD, aby wesprzeć płynność oraz udzieli gwarancji na wybrane zobowiązania bankowe	130 mld USD	Industrial Bank of Korea: 1 mld USD
Luksemburg	bd.	bd.	Dexia: 6,4 mld euro <sup>**</sup> Fortis: 11,2 mld euro <sup>***</sup>
Łotwa	bd.	bd.	Parex Bank: bd.
Malezja	Rząd udzielił gwarancji na depozyty bankowe do końca 2010 r. Bank centralny zasila w płynność nie tylko banki, ale też inne instytucje finansowe, m.in. zakłady ubezpieczeń	bd.	bd.
Meksyk	Rząd dokonał interwencji na rynku walutowym oraz gwarantuje wybrane kredyty dla przedsiębiorstw	bd.	bd.

Tabela 6 cd.

Państwo	Interwencje i plany pomocowe	Szacowana wartość planu	Wsparcie dla konkretnych instytucji
Niemcy	Rząd udostępnił do 80 mld euro na dokapitalizowanie banków. Kwotą 15 mld euro wsparł akcje kredytową państwowego banku KfW. Ponadto rząd udzielił gwarancji pożyczek na rynku międzybankowym na kwotę 400 mld euro, przy jednoczesnym zawiązaniu rezerwy w wysokości 20 mld euro na ewentualne straty na tych pożyczkach	643 mld USD	Bayerische Landesbank: 25 mld euro Commerzbank: 18,2 mld euro Hypo Real Estate: 50 mld euro IKB Deutsche Industriebank: 1,5 mld euro
Norwegia	Rząd planuje udzielenie pożyczek wspierających płynność mniejszych banków oraz zamianę znajdujących się w posiadaniu banków obligacji zabezpieczonych (m.in. kredytami hipotecznymi) na obligacje skarbowe	55 mld USD	bd.
Portugalia	Rząd uruchomił linię kredytową o wartości 20 mld euro dla banków przechodzących problemy z płynnością	26 mld USD	bd.
Rosja	Rząd może dokapitalizować banki kwotą do ok. 30 mld USD. Wprowadzono też częściowe gwarancje na wybrane pożyczki na rynku międzybankowym. Ponadto bank centralny zmienił zasady naliczania poziomu rezerwy obowiązkowej na korzystniejsze dla banków oraz przeznaczył dodatkowe środki na wspieranie płynności	220 mld USD	Sbierbank: 16,2 mld USD VTB: 6,5 mld USD
Rumunia	Rząd jest gotowy do udzielenia nadzwyczajnych pożyczek bankom przechodzącym problemy z płynnością	bd.	bd.
Słowacja	Rząd planuje udzielić całkowitej gwarancji na depozyty bankowe oraz jest gotowy do udzielenia nadzwyczajnych pożyczek bankom przechodzącym problemy z płynnością	bd.	bd.

Tabela 6 cd.

Państwo	Interwencje i plany pomocowe	Szacowana wartość planu	Wsparcie dla konkretnych instytucji
Szwajcaria	Utworzono fundusz gwarantowany przez bank centralny, do którego mają być transferowane „toksyczne” aktywa posiadane przez banki	bd.	UBS: 65 mld USD
Szwecja	Rząd planuje dokapitalizować banki przechodzące problemy z płynnością kwotą do ok. 2 mld USD oraz zagwarantować pożyczki na rynku międzybankowym do kwoty ok. 192 mld USD w zamian za opłatę pobraną od banków	192 mld USD	D. Carnegie & Co: 0,1 mld USD
Tajwan	Rząd udzielił całkowitej gwarancji na depozyty bankowe do końca 2009 r.	bd.	bd.
Ukraina	Rząd rozważa stworzenie funduszu finansowanego z przychodów z prywatyzacji, który miałby w razie potrzeby przejmować banki zagrożone upadłością	bd.	bd.
USA	Szczegóły zaprezentowano w tabeli 7	8 152 mld USD	AIG: 153 mld USD Citigroup: 249 mld USD Fannie Mae i Freddie Mac: 200 mld USD JPMorgan Chase: 29 mld USD
Węgry	Rząd udzielił całkowitej gwarancji na depozyty bankowe do końca 2009 r. Bank centralny udostępni do 5 mld euro w celu wsparcia płynności oraz wprowadził swapy w trybie <i>overnight</i> , denominowane w euro	bd.	bd.

Tabela 6 cd.

Państwo	Interwencje i plany pomocowe	Szacowana wartość planu	Wsparcie dla konkretnych instytucji
Wielka Brytania	Rząd zagwarantuje do 250 mld funtów pożyczek udzielonych na rynku międzybankowym oraz dokapitalizuje banki kwotą do 50 mld funtów. Ponadto bank centralny udostępni przynajmniej 200 mld funtów dodatkowych środków w celu wsparcia płynności	450 mld funtów	Bradford & Bingley: bd. Halifax Bank of Scotland: bd. Lloyds TSB: bd. Northern Rock: 55 mld funtów Royal Bank of Scotland: bd.
Włochy	Rząd udzielił gwarancji na emitowane przez banki obligacje do końca 2009 r. o terminie zapadalności nie dłuższym niż 5 lat oraz dopuszcza możliwość bezpośredniego dokapitalizowania banków	bd.	bd.
Zjednoczone Emiraty Arabskie	Bank centralny przeznaczył kwotę 13,6 mld USD dostępną dla banków w razie potrzeby wsparcia płynności	14 mld USD	bd.

\* Plany rządowe ulegają ciągłym modyfikacjom, np. początkowo rząd Irlandii planował dokapitalizować Anglo Irish Bank kwotą 1,5 mld euro, co zostało ogłoszone w mediach, a następnie decyzję tę wycofano, ujawniając plany nacjonalizacji. Dlatego też powyższych danych nie należy traktować jako ostatecznych.

\*\* Wspólne działania rządów Belgii, Francji i Luksemburga.

\*\*\* Wspólne działania rządów Belgii, Holandii i Luksemburga.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych agencji Reuters oraz Bloomberg.

Tabela 7. Zestawienie planów i interwencji rządu USA

Kwota (mld USD)	Przeznaczenie
1 900	Gwarancje udzielone przez Federal Deposit Insurance Corp., w tym m.in. gwarancje depozytów bankowych do 250 tys. USD oraz gwarancje spłaty wybranych kredytów hipotecznych
1 800	Zakupy komercyjnych papierów wartościowych przez Fed
900	Dodatkowe pożyczki dla instytucji finansowych ze strony Fed
800	Wsparcie dla różnego rodzaju kredytobiorców prywatnych ze strony Fed (obejmujące m.in. kredyty hipoteczne, samochodowe, konsumenckie oraz karty kredytowe)
700	Zakup udziałów w instytucjach finansowych (tzw. plan TARP, początkowo zakładający wykup „toksycznych” aktywów od banków)
600	Zakup komercyjnych papierów wartościowych oraz certyfikatów depozytowych
300	Dofinansowanie Federal Housing Administration przeznaczone na refinansowanie zagrożonych kredytów hipotecznych
297	Pożyczki udzielone przez Fed za pośrednictwem tzw. okna dyskontowego*
249	Gwarancje wartości aktywów udzielone Citigroup
200	Środki przeznaczone na dokapitalizowanie Fannie Mae i Freddie Mac
153	Pomoc dla American International Group
144	Zakup <i>mortgage-backed securities</i> za pośrednictwem Fannie Mae i Freddie Mac
50	Gwarancje wartości jednostek funduszy rynku pieniężnego w celu umorzenia ich po wartości nie niższej niż nominalna
29	Gwarancje dla banku JPMorgan Chase na wartość aktywów przejętego banku Bear Stearns
27	Bezpośredni zakup <i>mortgage-backed securities</i>
4	Dofinansowania samorządów przeznaczone na zakup i remont nieruchomości poeksmisyjnych
<b>8 152</b>	<b>Suma</b>

\* Instrument polityki pieniężnej, za pośrednictwem którego banki mogą otrzymywać krótkoterminowe pożyczki od Fed po stopie dyskontowej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych agencji Reuters.



## PODSUMOWANIE

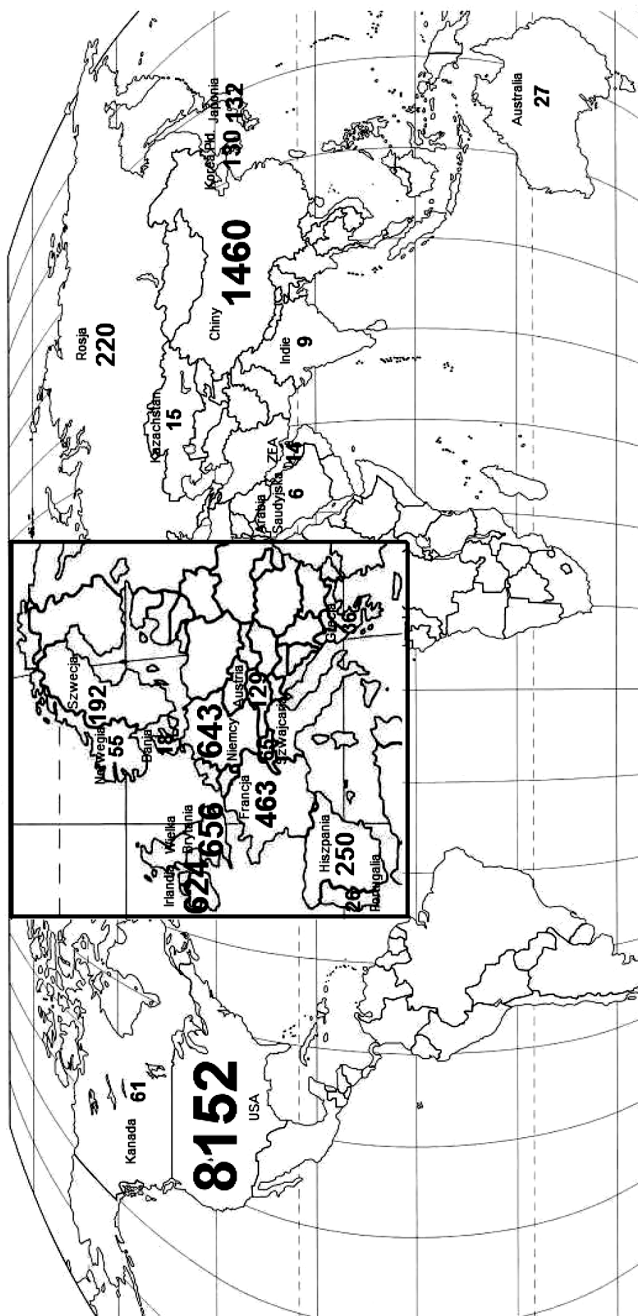
Globalny kryzys finansowy spowodował przemiany o charakterze systemowym światowego sektora bankowego. Model biznesowy amerykańskich banków inwestycyjnych – oparty na wykorzystaniu dźwigni finansowej przy braku finansowania pochodzącego z depozytów – okazał się zawodny. Banki inwestycyjne o długoletniej tradycji, jak Lehman Brothers, Merrill Lynch oraz Bear Stearns, zostały przejęte przez firmy konkurencyjne z powodu strat i problemów z płynnością. Inne – Goldman Sachs oraz Morgan Stanley – w celu zachowania niezależności zdecydowały się na prowadzenie działalności depozytowej i przejście pod bardziej restrykcyjnym system amerykańskiego nadzoru finansowego. Dzięki temu uzyskały dostęp do środków udostępnianych przez Fed bankom komercyjnym w ramach pożyczek na rynku międzybankowym.

Kryzys w sektorze bankowym rozprzestrzenił się na inne gałęzie gospodarki. Spadek zaufania na rynku międzybankowym pozostaje zjawiskiem znacząco ograniczającym akcję kredytową, co jest szczególnie dotkliwe dla przedsiębiorstw i negatywnie wpływa na globalny wzrost gospodarczy. Kolejne plany pomocowe wdrożone przez rządy nie przyniosły wyraźnej poprawy w tym zakresie, nakładając jednocześnie znaczące obciążenia na budżety poszczególnych państw. Ponadto, nadal istnieje duża niepewność co do rzeczywistej wartości aktywów światowych banków. Według prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego, straty banków związane z kryzysem na rynku subprime mogą osiągnąć poziom nawet 2,2 bln USD, co oznacza, że dotychczas odnotowane straty stanowią zaledwie ok. 35% kwot, jakie zostaną ujawnione w związku z trwającym kryzysem. Obawy o kondycję sektora bankowego wpłynęły m.in. na znaczące obniżenie wyceny banków notowanych na światowych giełdach (zob. wykres 7). Można prawdopodobnie oczekiwać dalszej konsolidacji w globalnym sektorze bankowym, a także utrzymania się trendu zmniejszania poziomu lewarowania w działalności bankowej.

Pierwsze miesiące 2009 r. okazały się jednak pozytywnym zaskoczeniem, przede wszystkim dzięki informacjom na temat dobrych wyników banków odnotowanych w I kwartale br. Zarząd banku Wells Fargo zapowiedział, że I kwartał 2009 r. zakończy z zyskiem w wysokości 3 mld USD, a Goldman Sachs poinformował o wyniku netto w tym samym okresie na poziomie 1,81 mld USD. Informacje obu banków były pozytywnym zaskoczeniem dla analityków. Także Citigroup oraz JPMorgan Chase poinformowały o dobrych dwóch pierwszych miesiącach roku, w których został wypracowany zysk, a prezes Bank of America oświadczył, że spółka w całym roku 2009 spodziewa się osiągnięcia wyniku brutto na poziomie 50 mld USD.

Nie bez znaczenia pozostaje także fakt, że coraz więcej funduszy hedgingowych zaprzestaje zajmowania krótkich pozycji na akcjach banków i rozpoczyna grę na

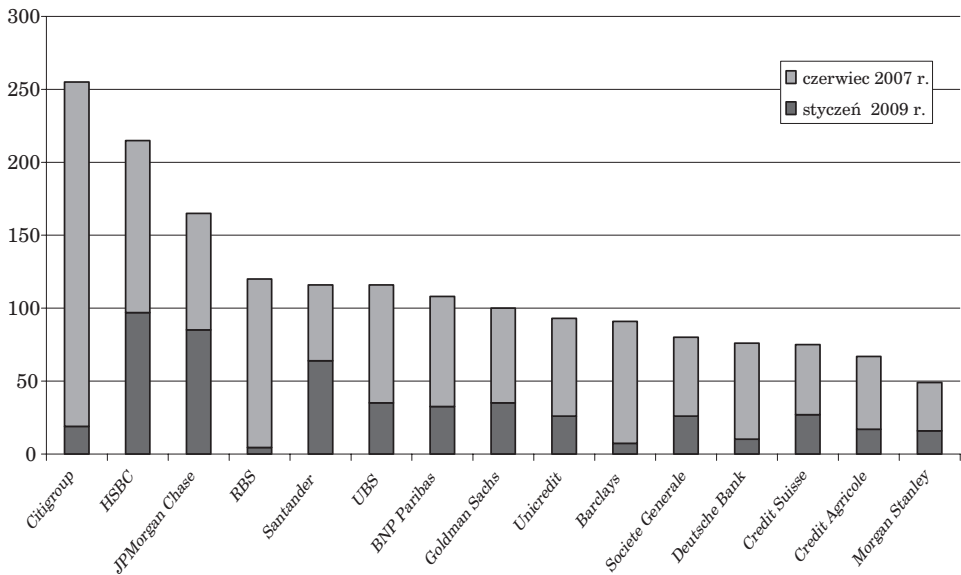
Wykres 7. Wielkość rządowych planów pomocowych dla wybranych krajów (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych agencji Reuters oraz Bloomberg.

zwyżkę. Jeden z największych brytyjskich funduszy, który osiągnął znaczące zyski dzięki grze na niższą wartość takich banków, jak: Barclays, HBOS, Northern Rock czy Allied Irish Bank, oświadczył, że banki notowane na giełdzie londyńskiej są obecnie mocno niedowartościowane, co jest wyraźną rekomendacją do kupowania akcji banków i, co za tym idzie, zwiększania ich kapitalizacji.

**Wykres 8. Kapitalizacja wybranych światowych banków w czerwcu 2007 r. oraz styczniu 2009 r. (w mld USD)**



Źródło: JPMorgan Chase.

Należy jednak pamiętać, że problemy z wyceną znacznej ilości aktywów, dla których nie ma obecnie aktywnego i odpowiednio płynnego rynku, mogą powodować zniekształcenie obecnej wartości portfela, co może znaleźć swoje odzwierciedlenie w przyszłych wynikach instytucji finansowych. Przy obecnie stosowanym modelu wyceny według wartości godziwej, decyzja jednego lub kilku uczestników rynku o sprzedaży portfela złych aktywów może negatywnie zaważyć na wycenie wartości podobnych aktywów znajdujących się w portfelach innych instytucji finansowych. Ponadto Amerykańska Rada Standardów Rachunkowości Finansowej (FASB) na początku kwietnia podjęła decyzję o zmianie sposobu wyceny aktywów w instytucjach finansowych, zezwalając na odejście od powszechnie stosowanej

zasady wyceny według wartości godziwej (*fair value*) i szacowanie ich wartości na podstawie wewnętrznie wykorzystywanych modeli. Oznacza to, że banki same będą określać wartość swoich aktywów, co może prowadzić do znacznego zawyżania ich wyników, a także powstania dysproporcji pomiędzy wynikami prezentowanymi przez instytucje amerykańskie oraz europejskie. Obecnie określenie wpływu zmian w sposobie wyceny na sytuację ekonomiczno-finansową może być bardzo trudne, jednak nie można wykluczyć, że jest to krok w kierunku stworzenia kolejnej bańki, tym razem związanej ze sztucznie zawyżoną wartością aktywów znajdujących się w portfelach banków i innych instytucji finansowych.