Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
Nr 33/2011

Ilona Romiszewska

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

Państwo jako stabilizator rynku bankowego w trakcie globalnego kryzysu finansowego

Rozwiązanie tego kryzysu nie jest możliwe metodami rynkowymi
Profesor Nouriel Roubini, New York University
31 III 2008 r.

Streszczenie. *Globalny kryzys finansowy zmusił banki centralne, a przede wszystkim rządy 19 państw do udzielenia pomocy instytucjom kredytowym na skalę nieznaną w historii rozwoju gospodarczego. Wystąpiły one jako siła sprawcza (i de facto jedyna) stabilizująca rynki finansowe, a tym samym i gospodarkę realną.*

Rozważania autorki koncentrują się na identyfikacji i skuteczności instrumentów wykorzystanych przez państwa i banki centralne do ratowania zarówno pojedynczych banków, jak i sektora bankowego oraz ocenie rozmiarów i skuteczności stosowanych rozwiązań. Badania obejmują okres od początku kryzysu, tj. 2007 r., do sierpnia 2010 r.

Uznano, że − niezależnie od toczących się wśród teoretyków i praktyków gospodarczych sporów na temat roli państwa w gospodarce − nie było alternatywy dla tego zaangażowania. O ile jednak udzielenie pomocy przez państwo na rzecz ograniczenia skutków kryzysu należy uznać za naturalne, gdyż jedynie ono posiada zdolność do mobilizacji i kreacji kapitału, o tyle dyskusyjne pozostają jej formy i zakres. Otrzymana pomoc zachęca bowiem banki do hazardu moralnego (moral hazard) i to w stopniu jeszcze większym niż miało to miejsce przed kryzysem. To oznacza, że państwo pozostaje zakładnikiem wielkich, systemowo ważnych instytucji. W tej sytuacji winno ono i jego instytucje aktywnie zaangażować się w organizację nowej architektury rynków finansowych, zapewniającej w zglobalizowanym świecie ich większą stabilność. Krytycznie także oceniono możliwe konsekwencje podejmowanych działań dla wzrostu gospodarczego.

1. Wprowadzenie

Zapoczątkowany w 2007 r.[1] na amerykańskim rynku kredytów *subprime* kryzys na rynkach finansowych zmusił rządy wielu państw, w tym przede wszystkim europejskich oraz Stanów Zjednoczonych[2], do podjęcia interwencji na skalę nieznaną w historii rozwoju gospodarczego[3]. Wystąpiły one jako siła sprawcza (i *de facto* jedyna) stabilizująca rynki finansowe, a tym samym i gospodarkę. Niezależnie bowiem od prowadzonej polityki gospodarczej państwo nie zostało zwolnione z realizacji swych podstawowych obowiązków, które w sferze gospodarczej odnieść można do korygowania mechanizmu rynkowego, ograniczenia wpływu negatywnych efektów zewnętrznych czy też dążenia do przeciwdziałania niestabilności gospodarki, spowodowanej wahaniami koniunktury i recesją.

Rola, jaką rynki finansowe (traktowane jako dobro publiczne) odgrywają w gospodarce i jej rozwoju wymusza wręcz zaangażowanie państwa w podejmowanie działań ograniczających skutki ewentualnego upadku banków. Od nich bowiem, głównych pośredników finansowych, zależy rozwój gospodarki realnej.

Należy także zwrócić uwagę, że banki potrzebują rynku, gdyż tu realizują swoje dochody, zarządzają ryzykiem, a także refinansują się. Równocześnie są jednak nastawione na zysk i dążą do wzrostu swojej wartości. Ten dualizm musi pozostawić w gestii państwa i jego instytucji prawo do uzgodnień na płaszczyźnie międzynarodowej wielu regulacji nadzorczych[4]. Także w czasie kryzysu przedstawiciele państw koordynowali interwencje na poziomie międzynarodowym, wykorzystując przede wszystkim spotkania szefów państw i rządów najbardziej rozwiniętych państw w ramach G-8 i G-20.

---

[1] Za początek kryzysu przyjęto dzień, w którym ogłoszono upadłość dwóch funduszy hedgingowych należących do amerykańskiego banku inwestycyjnego *Bear Stearns*, który to w 2008 r. został sprzedany holdingowi *JP Morgan Chase*.

[2] Banki na pozostałych kontynentach nie były i nie są dotknięte w takim stopniu skutkami kryzysu, natomiast „pomocy" wymagały ich gospodarki. Dotoczyło to nawet gospodarki chińskiej, która jako jedyna wśród największych gospodarek świata odnotowała dodatnie tempo wzrostu Produktu Krajowego Brutto (PKB), np. w pierwszej połowie 2009 r. o 7,9%, a w całym roku o 9,1%. Rząd wsparł jednak rozwój gospodarki w listopadzie 2008 r. kwotą 586 mld USD. Przeznaczono ją na inwestycje w obszarze infrastruktury transportowej, ochrony środowiska , a także zabezpieczenia zdrowotnego i socjalnego).

[3] Odmiennego zdania są analitycy ekonomiczni *Deutsche Bank* w: Deutsche Bank Research, *Direkte fiskalische Kosten der Finanzkrise*, 1. Juli 2010, s. 5-6. Należy jednak podkreślić, że przedmiotem ich badań był udział nakładów poniesionych przez państwo w trakcie kryzysu bankowego w stosunku do Produktu Krajowego Brutto (PKB). Najwyższy był w Japonii w latach 1992-2005 − ok. 27%, Finlandii w latach 1991-1994 (10%).

[4] Ten obszar regulacji nadzorczych obejmuje m.in. określenie współczynnika adekwatności kapitałowej.

Podjęte przez rządy państw działania zastępowały mechanizmy rynkowe i skierowane były na rzecz utrzymania płynności rynku (ogromną rolę odegrały tu również banki centralne), budowy zaufania do i pomiędzy instytucjami pośrednictwa finansowego oraz na wzmocnienie kapitałowe banków. Były one uzależnione od rozwoju sytuacji na rynku finansowym, a w efekcie miały zapewnić pozyskanie finansowania przez gospodarkę realną. Zaangażowanie państwa na rzecz ograniczenia skutków kryzysu należy uznać za naturalne, gdyż jedynie ono posiada zdolność do mobilizacji i kreacji kapitału. Nie istniała także żadna instytucja zdolna do podjęcia działań ograniczających rozmiary tej zapaści. Dyskusyjne natomiast pozostają formy i zakres tej interwencji.

Należy również zauważyć, iż nie tylko błędy uczestników rynku finansowego, ale i popełnione w polityce gospodarczej realizowanej w okresie poprzedzającym wybuch kryzysu, czynią państwa[5] (i instytucje działające w jego imieniu) współodpowiedzialnymi za jego wywołanie. Kryzysogenna okazała się zwłaszcza polityka realizowana na początku XXI w. przez władze amerykańskie, gdy to m.in. spadek cen akcji (przewartościowanych zresztą) spółek telekomunikacyjnych i internetowych, a także II wojna w Zatoce Perskiej doprowadziły do załamania nastrojów społecznych i koniunktury gospodarczej. Zaistniała w tej sytuacji pilna konieczność znalezienia metod zapewniających ożywienie gospodarcze. Jednym z narzędzi stała się polityka niskich stóp procentowych, realizowana przez System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (*Federal Reserve System*, FED)[6]. Czynnikiem wzmacniającym popyt na kredyty, zwłaszcza hipoteczne (w tym tzw. *subprime*, pożyczki hipoteczne wysokiego ryzyka), były zapisy ustawy federalnej *Community Reinvestment Act*[7] nakładającej na banki komercyjne i oszczędnościowe obowiązek kredytowania socjalnie słabych klientów.

Gdyby odwołać się tylko do opinii polskich ekonomistów diagnozujących przyczyny wystąpienia kryzysu na rynkach finansowych, to można by znaleźć wśród nich zarówno takie, które przypisują polityce realizowanej przez państwa wyłączną odpowiedzialność za jego wywołanie[8], jak i „tylko" znaczącą współodpowiedzialność[9]. Amerykański ekonomista John B. Taylor uważa, że to działania i interwencje państwa spowodowały kryzys finansowy[10].

[5] Zwraca uwagę wielu naukowców, praktyków, a nawet polityków. Por. m.in. *Helmut Schmidt gibt Regierungen eine Mitschuld an der Krise*, „Die Zeit", 28.11.2009.

[6] W 2002 r. stopy kształtowały się na poziomie ok. 2% i kształtowały się poniżej poziomu inflacji.

[7] Zob. Uchwalona przez Kongres Amerykański jeszcze w 1977 r. wielokrotnie nowelizowana (www.ffiec.gov/CRA/).

[8] Por. L. Balcerowicz, *Gastkommentar*: *Der innere Feind des Kapitalismus*, „Financial Times", 13.04.2009 r.

[9] Zob. W. M. Orłowski, *Dziesięć przyczyn kryzysu i ich analiza*, w: J. Szambelańczyk, *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, Warszawa 2009, s. 7-15.

[10] J. B. Taylor, *Zrozumieć kryzys finansowy*, Warszawa 2009.

Przyczyną destabilizacji rynku finansowego było zatem dążenie managerów do uzyskania jak najwyższej rentowności, czemu najczęściej towarzyszył hazard moralny, ale co przekładało się (przynajmniej przejściowo) na uzyskanie wysokich korzyści finansowych (bonusów) i na pozyskanie akceptacji akcjonariuszy zainteresowanych jak najwyższym zyskiem. Zarządy banków musiały również wyjść poza tradycyjny obszar bankowości i skoncentrować się na bankowości inwestycyjnej, obarczonej wysokim ryzykiem, ale niewymagającej takiego pokrycia kapitałowego. To dążenie do uzyskania doraźnych efektów, a nie długofalowych korzyści, stanowiących podstawę wynagradzania doprowadziło m.in. do aktywnego wykorzystania możliwości lewarowania, czyli wykorzystania dźwigni finansowej podczas inwestowania, np. na rynku kontraktów terminowych. Mimo wielkiej popularności tych instrumentów podkreślić należy, że towarzyszące im ryzyko nie jest do końca rozeznane, a w związku z tym najczęściej pozostaje także niedoszacowane. Zwłaszcza to towarzyszące procesowi sekurytyzacji wielkich woluminów ryzyka kredytowego i będące skutkiem „zapakowania" ich w różnego rodzaju strukturyzowane produkty (RIMBS, CDO). Powszechnie stosowana, a błędna i dramatyczna w skutkach, okazała się także koncepcja przyjęta przy ich konstrukcji. Zakładano bowiem, że transferowanie ryzyka z miejsca jego powstania do miejsca, które łatwiej je akceptuje (dzięki „zaparkowaniu" u wielu inwestorów) zwiększa bezpieczeństwo obrotu finansowego. Fatalna w skutkach dla wielu banków, w tym i niemieckiego banku kredytu hipotecznego *Hypo Real Estate,* okazała się strategia długoterminowego kredytowania i krótkoterminowego finansowania własnego.

Zjawiska kryzysowe immanentnie towarzyszą rozwojowi bankowości na przestrzeni wieków, jednak nigdy wcześniej nie wymagały one aż tak znaczącego zaangażowania państwa[11]. Spośród przyczyn takiego stanu wymienić należy globalizację, oznaczającą umiędzynarodowienie banków i instrumentów finansowych. W zglobalizowanym świecie przedmiotem międzynarodowego obrotu stały się nowoczesne instrumenty finansowe, w tym i sekurytyzowne papiery o podwyższonym ryzyku. To jednak spowodowało, że banki posiadające je w swych bilansach ulegały szybkiej „infekcji". Stąd też powstał problem daleko wykraczający poza kondycję pojedynczych banków, czy też szerzej instytucji finansowych na płaszczyźnie narodowej. Nadto dynamiczny wzrost – zwłaszcza w ostatnich kilkuna-

[11] Do tej pory państwo podejmowało interwencje w odniesieniu do systemu bankowego (a nie pojedynczych banków!) jedynie w trakcie kryzysu skandynawskiego na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX w., który miał charakter systemowy. Szerzej m.in. O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, *Kryzysy finansowe w krajach skandynawskich*, NBP Materiały i Studia, Zeszyt 216; K. Sandal, *The Nordic Banking Crises in the Elary 1990s-Resolution Methods and Fiscal Costs*, w: T. More, J. Solheim, B. Vale (eds.), *The Norvegian Banking Crisis*, Norges Banks Skriftserie Occasional Papers, nr 332004, s. 77-115.

stu latach – wielkości aktywów bankowych oraz postępująca koncentracja branży spowodowała, że o kondycji rynku decyduje coraz mniejsza liczba podmiotów. O rozmiarach kryzysu świadczy fakt, iż wywołał on powszechną i ożywioną dyskusję o gospodarce kapitalistycznej i zasadach funkcjonowania wolego rynku.

Rządy przystąpiły do interwencji na rynku finansowym nie dysponując niezbędną infrastrukturą tak w znaczeniu prawnym (brak uregulowań zarówno na poziomie państwa, jak i międzynarodowym), jak i wyposażenia w niezbędne środki finansowe (spowodowane m.in. już istniejącym zadłużeniem budżetów publicznych). Brakowało nawet intelektualnych przemyśleń. Niewielu bowiem ekonomistów przestrzegało przed konsekwencjami wynikającymi z kontynuowania modelu rozwoju realizowanego przez największe banki świata[12]. Co prawda już zagadnienia dotyczące bezpieczeństwa rynku finansowego stanowiły istotny obszar zainteresowań praktyków oraz teoretyków, zwłaszcza w kontekście utworzenia pożyczkodawcy ostatniej instancji (*lender of last resort*)[13]. Teoretyczną koncepcję wyjaśniającą zasadność jej powołania stworzyli jeszcze w XIX w. – H. Thorton i W. Bagehat, opowiadający się za nieudzielaniem pomocy niewypłacalnym instytucjom[14]. Funkcja ta nadal nie jest jednak zakotwiczona w większości narodowych systemów prawnych, ale panuje daleko idąca akceptacja odnośnie do konieczności istnienia takiej instytucji i to nie tylko na poziomie krajowym, ale i międzynarodowym. Przedmiotem sporów pozostaje zarówno poziom interwencji, jak i jej adresaci. Problemem dyskusyjnym i rozważanym także w Unii Europejskiej (UE) jest zakres i moment interwencji. W zasadzie przeważał pogląd, że realizowana winna być przez bank centralny lub ponadnarodową instytucję, jaką jest Europejski Bank Centralny (*European Central Bank,* ECB), i powinna mieć miejsce w przypadku braku płynności, a nie upadłości banków. Brakowało instytucjonalnej architektury nadzoru nad jednolitym rynkiem finansowym Unii Europejskiej[15], jak i szerszym – ponadnarodowym. Należy pamiętać, że dopiero w ostatniej dekadzie września 2010 r. Parlament Europejski zatwierdził powołanie unijnego nadzoru finansowe-

[12] Przyjęto założenie o efektywności rynku finansowego, a w słownikach długo nie istniało pojęcie „bańki", pomijano także rolę czynnika ludzkiego i psychologicznego, skłaniając się raczej ku modelom matematycznym. Jednakże m.in. szwajcarski naukowiec Didier Sornette, korzystając z modelu matematycznego, w 2004 r. obliczył, że „bańka" na amerykańskim rynku nieruchomości pęknie w 2006 r. Por. wywiad P. Teuwsena z Profesorem: *Ich will spielen,* „Die Zeit" z 6 XI 2009.

[13] Koncepcja instytucji pożyczkodawcy ostatniej szansy koncentrowała się na niesieniu pomocy pojedynczym bankom (rzadziej rynkowi finansowemu, chociaż taka sytuacja miała miejsce w 1995 r. w przypadku najstarszego brytyjskiego banku inwestycyjnego – *Barings*) borykającym się z problemem płynności, a nie wypłacalności.

[14] Por. m.in. A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego*, Warszawa 2008, s. 303-358.

[15] Ibidem, s. 217-271, jak również m.in. M. Iwanicz-Drozdowska, *Sieć bezpieczeństwa finansowego a działalność konglomeratów finansowych*, w: M. Iwanicz-Drozdowska, *Konglomeraty finansowe*, Warszawa 2007, s. 89-107.

go[16]. Interwencyjne działania podejmowane przez państwa, zwłaszcza w 2007 i 2008 r., wynikały także z głęboko zakorzenionego historycznie ukształtowanego przeświadczenia, że ważne systemowo banki nie mogą upaść (*too big too fail*)[17].

To z konieczności tylko najważniejsze przyczyny, dla których rządy i banki centralne przymuszone zostały dynamiką toczących się zdarzeń na rynkach finansowych do podjęcia działań, początkowo *ad hoc* w stosunku do pojedynczych instytucji, a począwszy od października 2008 r. przygotowano w wielu państwach kompleksowe programy pomocowe adresowane nie tylko do banków, ale do całego sektora finansowego oraz pakiety koniunkturalne. Ten kryzys okazał się bowiem nie tylko problemem deponentów i właścicieli, ale też stabilności i wydolności gospodarczej kontynentu, a nawet gospodarki światowej.

Poniższe rozważania koncentrują się na zidentyfikowaniu instrumentów ratowania zarówno banków, jak i sektora bankowego, stosowanych przez państwa oraz banki centralne w trakcie kryzysu globalnego. Zmierzają także do oszacowania poniesionych nakładów i oceny skuteczności przyjętych rozwiązań. Cezurę badań wyznacza początek kryzysu, tj. 2007/2008 r., a kończy połowa 2010 r. Wskazano także na możliwe konsekwencje tej interwencji dla rozwoju systemów bankowych. Należy podkreślić, że w tym okresie aż 19 państw udzieliło pomocy bankom, a część z nich także wsparła system finansowy[18]. Wykorzystana przez rządy paleta instrumentów miała w każdym przypadku ograniczyć straty lub chociaż rozłożyć je w czasie umożliwiającym powrót do wykorzystania metod komercyjnych przez pośredników finansowych. Równocześnie blisko 30 państw przygotowało i wdrożyło pakiety rozwoju koniunktury gospodarczej[19]. Warto podkreślić, że rządy podjęły działania ratunkowe dopiero wówczas, gdy instrumentarium wykorzystywane przez banki centralne okazało się niewystarczające dla utrzymania stabilności rynku finansowego.

Nie zawsze możliwe jest przedstawienie wysokości zaangażowania poszczególnych państw, co wynika z powściągliwości właściwych instytucji narodowych odnośnie do publikowania danych, np. brytyjski *National Audit Office* (NAO)

[16] W 2011 r. rozpoczną działalność trzy nowe instytucje nadzorcze, tj. Europejski Organ Nadzoru Bankowego (EBA), Europejski Organ Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA) oraz Europejski Organ Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), który obejmie również agencje ratingowe. Zadaniem Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ESRB) złożonej głownie z delegatów banków centralnych będzie ostrzeganie o narastającym ryzyku w europejskiej gospodarce.

[17] Udział sektora bankowego w amerykańskim PKB wynosi zaledwie 4%, a w 2006 r. osiągnął 1/3 zysków wszystkich przedsiębiorstw.

[18] Do czerwca 2009 r. Komisja UE zaakceptowała pomoc państwa dla sektora finansowego we Francji na poziomie 18,1% Produktu Krajowego Brutto (PKB), w Niemczech – 24,4%, Wielkiej Brytanii – 41,6%, Irlandii – 231,8% i Danii – 259,4%. Por. M. Weber, *Wie gelingt die Sanierung von Kreditinstituten*, „Die Bank" nr 4/2010.

[19] Według informacji Światowej Organizacji Handlu z lipca 2009 r.

poinformował o nim dopiero 3 grudnia 2009 r.[20] Nadto należy zwrócić uwagę, że przynajmniej część zaangażowanych środków publicznych zostanie przez banki w przyszłości zwrócona[21], a zatem dopiero za kilkanaście lat możliwe będzie pełne oszacowanie kosztów.

2. Czy państwo winno angażować się w gospodarkę?

Kwestie związane z zaangażowaniem się państwa w procesy gospodarcze zawładnęły umysłami ekonomistów właściwie wraz ze stworzeniem przez Arystotelesa pojęcia *oikonomia* (gr.)[22]. Adam Smith opowiadając się za systemem gospodarczym wolnym od państwowych wpływów przyjął jednak założenie, że firmy odpowiedzialnie (i moralnie) gospodarują swoim kapitałem i pracownikami[23].

Natomiast w nurcie teorii uzasadniających interwencję państwa w przypadku zawodności rynku należy wskazać na przełomowy w tym zakresie dorobek Johna M. Keynesa, powstały pod wpływem doświadczeń wielkiej depresji przełomu lat dwudziestych i trzydziestych XX w., kwestionujący zasady liberalnej myśli ekonomicznej. W *Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza* dowodzi on konieczności wręcz angażowania się państwa, poprzez uruchomienie programów wspierających rozwój koniunktury[24].

We współczesnym świecie nadal widoczny jest wpływ tych koncepcji. W Niemczech, pozostających pod wpływem idei socjalnej gospodarki rynkowej[25], istnieje przekonanie o konieczności stworzenia klarownych reguł dla funkcjono-

[20] Prawdopodobnie koszty ratowania banków przez rząd brytyjski należy oszacować na 850 mld £, co stanowi ok. 60% brytyjskiego PKB i 14 tys. £ na mieszkańca. Ile rzeczywiście będzie kosztowała ta interwencja, będzie wiadomo, gdy możliwe będzie porównanie kosztów przejęcia udziałów w bankach z uzyskanym dochodem z ich sprzedaży. Do listopada 2009 r. udzielona pomoc rządowa (wzmocnienie kapitałów i z tytułu straconych kredytów) wyniosła 117 mld £, por. M. Theurer, *850 Milliarden Fund für die Banken*, „Frankfurter Allgemeine Zeitung" (FAZ), 5 grudnia 2009.

[21] Tak jak to się stało w Skandynawii po kryzysie lat dziewięćdziesiątych XX w.

[22] Termin ten spotkamy jednak po raz pierwszy u Ksenofonta.

[23] Był także wykładowcą przedmiotu „Filozofia moralna" na Uniwersytecie w Glasgow, autor *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów* t. 1 i t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.

[24] J. M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.

[25] Pojęcie socjalnej gospodarki rynkowej wprowadził Alfred Müller-Armack, doradca Federalnego Ministra Gospodarki Ludwiga Erharda − twórcy niemieckiego cudu gospodarczego, jest ono także nierozerwalnie związane z Walterem Euckenem przedstawicielem fraiburskiej szkoły ordoliberalizmu.

wania rynku, rozumianego jako dobro wspólne całego społeczeństwa. Ingerencja państwa w gospodarkę jest usprawiedliwiona jedynie w celu eliminowania nieefektywności wolnego rynku i jego niehumanitarności (m.in. dzięki polityce socjalnej).

Przeciwwagę dla myśli teoretycznej opowiadającej się za zaangażowaniem się państwa stanowią koncepcje liberalne, formułowane współcześnie m.in. przez Miltona Friedmana, konsekwentnie opowiadającego się za wycofaniem państwa z gospodarki. Nawet w okresie załamania gospodarczego lat siedemdziesiątych XX w., pozostającego pod wpływem kryzysu naftowego, inflacji i bezrobocia pozostawał on krytykiem państwa socjalnego, gospodarczo zaangażowanego, określając tego rodzaju państwo jako „drogie monstrum". Nie akceptował działań podejmowanych przez państwo, których celem jest rozwój konsumpcji w okresie recesji i jej ograniczenie w czasie wzrostu gospodarczego. Dzięki zachowaniu kontroli nad polityką pieniężną to bank centralny miał czuwać nad poziomem inflacji. W latach osiemdziesiątych XX w. koncepcja ta była niezwykle atrakcyjna dla coraz większej liczby państw, w tym dla Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii.

Z kolei Joseph Stiglitz, amerykański noblista (2001 r.), odnosi się niezwykle krytycznie do deregulacji rynku, gdyż jego zdaniem zarówno koncernom, jak i rynkom finansowym pozostawiono zbyt duży wpływ, a kraje rozwijające się mają z kolei zbyt mało prawa do współdecydowania. Domaga się także „*fair* gospodarki światowej", która zorganizowana jest na zasadzie „światowego układu społecznego" i pozostaje kontrolowana przez „globalny urząd konkurencji"[26]. Konieczność regulacji rynków, na co wskazują także doświadczenia bieżącego kryzysu finansowego i gospodarczego, potwierdza również Paul Krugman[27]. Dowodzi on, że rynki pozbawione regulacji mogą rozwinąć się w sposób niekontrolowany i wielokrotnie w trakcie kryzysu opowiadał się za koniecznością zmiany tej sytuacji[28].

Przytoczone z konieczności tylko niektóre wątki dyskusji ekonomistów wskazują na znaczące rozbieżności w poglądach, a zatem otwartą kwestią pozostaje konstrukcja spójnej teorii – umożliwiającej wyjaśnienie podejmowania interwencji przez państwo w przypadku zawodności rynku.

Skoro brak jest zgodności co do zasadności i konieczności interwencji państwa w proces gospodarczy, to chociaż pokrótce należałoby się zastanowić nad przesłankami, które zadecydowały o jej podjęciu. Przecież banki nie mają, z wyjątkiem np. Luksemburga (29,1%) czy Irlandii (10,9%), znaczącego udziału

[26] *Globalization and Its Discontents*, DC: W.W. Norton Company, Washington 2002; *Globalizacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.

[27] Laureat Nagrody Nobla w 2008 r.

[28] P. Krugman przedstawia swoje eseje na łamach „New York Times". „Gazeta Wyborcza", 31 X-1 XI 2009, przedrukowała jego esej o kryzysie ekonomii i odpowiedzialności ekonomistów, a także odpowiedzi polemiczne, por. m.in. J. Czochrane i in., *Polemiki wokół eseju noblisty. Paul, to ty nic nie zrozumiałeś*, „Gazeta Wyborcza", 7-8 XI 2009, s. 25.

w wytworzeniu wartości dodanej (udział w % w PKB). W Niemczech ukształtował się on na poziomie 3,4 %, a w pozostałych krajach Unii Europejskiej od 2 do 5,5%[29]. Należy jednak pamiętać, że państwo czerpie znaczące dochody z tytułu opodatkowania tych instytucji, np. w USA udział sektora w PKB wynosi około 4%, ale osiągnął on aż 1/3 zysków przedsiębiorstw (2006 r.).

Brak jest również dowodów wskazujących na przewagę państwa nad innymi organizacjami w rozwiązywaniu problemów, wynikających z zawodności rynku, a także na jego przewagę w stosunku do prywatnych inwestorów w procesie zarządzania instytucjami kredytowymi. Można tu odwołać się do doświadczeń niemieckiego systemu bankowego, w którym tzw. sektor publicznoprawny[30] ma co prawda wysokie udziały rynkowe, ale cechuje go niska rentowość i co więcej banki krajów federacji (*Landesbanken*) są wyjątkowo dotknięte skutkami bieżącego kryzysu.

Jakimi zatem motywami mogły kierować się państwa podejmując interwencje w trakcie kryzysu, zapoczątkowanego na rynku kredytów *subprime*? Wśród wielu, w tym także wcześniej wymienionych, należy zwrócić uwagę na trzy. Po pierwsze, pomocne okazało się tu zwłaszcza doświadczenie wyniesione z wielkiej depresji przełomu lat dwudziestych i trzydziestych XX w. W latach następnych za główną przyczynę jej rozwoju i długotrwałości uznano bowiem brak pomocy ze strony ówczesnych rządów.

Po drugie, interwencja została wymuszona szczególną pozycją banków – pośredników finansowych na stanowiącym dobro publiczne rynku finansowym. Mimo tendencji deregulacyjnych, państwo nadal kształtuje przynajmniej niektóre z warunków funkcjonowania tego wrażliwego obszaru gospodarki. Oznacza to współudział m.in. w tworzeniu regulacji nadzorczych, swoistego rodzaju hamulców dla ich operacyjnej działalności[31]. Państwo realizuje także obowiązek budowy zaufania i zapewnienia możliwości prowadzenia działalności gospodarczej, a stabilizacja systemu finansowego jest zatem podstawowym warunkiem zapewnienia rozwoju gospodarczego.

Po trzecie, istnieje powszechna świadomość funkcjonowania na rynku zglobalizowanym, o wykształconych i daleko idących współzależnościach. Nigdy wcześniej nie było instytucji kredytowych uznanych za systemowo znaczące. Wydaje się zatem, że w tym sensie nie można traktować tej interwencji w kategoriach „socjalistycznej pomocy dla przedsiębiorstw", jak to czyni J. Kornai[32].

---

[29] Dane dla 2005 r. , por.: Bankenverband Deutscher Banken, Banken 2008, Berlin 2008, s. 20. Warto także odwołać się do danych ilustrujących sumę bilansową sektora bankowego w stosunku do PKB, i tak w 2008 r. wyniosła ona (w %) w Luksemburgu – 2541, Irlandii – 760, Niemczech – 316, Polsce – 72, Rumunii – 62, za www.ftd.de/politik/europa, wgląd 27 VIII 2010 r.

[30] Są to banki krajów federacji (*Landesbanken*), kasy oszczędnościowe, a także niektóre banki specjalistyczne, np. *KfW* i kasy budowlano-oszczędnościowe.

[31] M.in. odnoszących się do kapitałów własnych i pomiaru ryzyka, nadzoru nad depozytami.

[32] J. Kornai, *Widmo socjalizmu krąży nad światem*, „Gazeta Wyborcza", 11-12 VII 2009, s. 23-24.

Również Komisja Europejska opowiadająca się od lat i to w sposób zdecydowany za eliminacją państwowej pomocy generowanej ze środków podatników i wspomagającej banki[33] oraz przedsiębiorstwa, jako działalności zakłócającej konkurencję, została zmuszona dynamiką wydarzeń do określenia w lipcu 2009 r.[34] wspólnych zasad jej udzielania. Obowiązują tu trzy podstawowe uwarunkowania, tj. banki otrzymujące pomoc muszą w długoterminowej perspektywie osiągnąć rentowność niepodtrzymywaną dodatkowym wsparciem publicznym, nadto banki i ich właściciele winni ponosić odpowiednią część kosztów restrukturyzacji oraz powinny zostać podjęte środki w celu ograniczenia zakłócenia konkurencji na jednolitym rynku[35].

W tej sytuacji interwencję państwa w okresie kryzysu należy uznać za zasadną i bezalternatywną, problemem pozostają jednak warunki, na jakich angażuje się ono w działalność operacyjną banków, a przede wszystkim średnio- i długoterminowe skutki tego rodzaju działalności dla stabilności rozwoju społeczno-gospodarczego.

3. Interwencje banków centralnych i rządów państw podejmowane po upadku amerykańskiego banku inwestycyjnego *Lehman Brothers*

Mimo istniejących różnic pomiędzy poszczególnymi państwami co do zakresu angażowania się w procesy gospodarcze, rządy wszystkich krajów dotkniętych skutkami kryzysu podjęły działania zmierzające do ograniczenia jego skutków. Wykazywały one daleko idące podobieństwa, ale dostrzec można i znaczące różnice, te ostatnie także w odniesieniu do czasu ich podjęcia. Czynnikiem determinującym był bowiem rozwój wydarzeń na rynku narodowym. Uwagę zwracają także prowadzone w całym okresie będącym przedmiotem analizy aktywne dzia-

[33] Vide wieloletnie spory o gwarancje właścicielskie dla niemieckich banków krajów federacji (*Landesbanken*), tj. *Anstaltlast* i *Gewährträgerhaftung*.

[34] Przedstawiła wytyczne dotyczące pomocy restrukturyzacyjnej udzielanej przez państwa członkowskie na rzecz banków, w których poinformowała o sposobie oceny. Zob. także Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej C 195 z 19.08.2009, s. 9-20, Komunikat Komisji w sprawie przywrócenia rentowności i oceny środków restrukturyzacji stosownej w sektorze finansowym w dobie kryzysu zgodnie z regułami pomocy państwowej.

[35] Wytyczne te mają obowiązywać do końca grudnia 2010 r. i stanowią uzupełnienie wcześniej opublikowanych, dotyczących gwarancji państwa, dokapitalizowania i postępowania z aktywami o obniżonej jakości. Podstawą prawną do sformułowania wytycznych jest art. 87 ust. 3 lit. B Traktatu Wspólnot Europejskich, który zezwala na udzielanie pomocy mającej na celu zaradzenie poważnym zaburzeniom w gospodarce.

łania podejmowane przez banki centralne. Pełniły one funkcję pożyczkodawców ostatniej szansy. Do upadku *Lehman Brothers*, któremu amerykańska administracja rządowa odmówiła udzielenia pomocy, to właśnie na nich spoczywał główny ciężar stabilizacji rynków finansowych.

Postulat odnoszący się do utworzenia instytucji wspierającej banki, czyli zaopatrującej je w pieniądz w okresie kryzysu bankowego i zapobiegającej w ten sposób przenoszeniu zjawiska na inne podmioty rynku bankowego czy też finansowego, pojawił się już w XIX w.[36] Domagano się jednak od podmiotu korzystającego z tego rodzaju pomocy uruchomienia rezerw lub posiadania zabezpieczeń (głównie papierów wartościowych). Z kolei realizacja tej funkcji przez bank centralny miała polegać na udostępnieniu środków, ale wysoko oprocentowanych.

Głównym zadaniem banku centralnego, jako kredytodawcy ostatniej szansy (lub instancji), jest zapewnienie bankom płynności na poziomie kraju. Dzieje się tak nawet wówczas, gdy realizacja tego zadania nie jest ustawowo określona. Mocą ustawy regulującej działalność Banku Anglii (*Bank of England*) z 1914 r., nałożono na niego obowiązek zapewnienia płynności bankom, chociaż jego rola jako kredytodawcy ostatniej szansy nigdy nie została sformalizowana. Przyjęcie w 1998 r. ustawy *Bank of England Act* oznaczało podział odpowiedzialności za stabilność finansową pomiędzy trzy instytucje, tj. *Financial Services Authority*, *HM Tresur*y i *Bank of England BoE*. Natomiast w Stanach Zjednoczonych zadanie to zostało powierzone przede wszystkim *Federal Reserve System,* FED.

Historycznie, banki centralne wspierały głównie pojedyncze banki, ale w wyjątkowych przypadkach (o czym wspomniano), np. upadku *Baringsa*[37], zadeklarowana została pomoc dla rynków finansowych, czy w 1987 r. w USA dla funduszu hedgingowego. Przykłady te pokazują, że rola kredytodawcy ostatniej szansy ewoluowała z czasem od zaangażowania się w pomoc dla jednego banku do udzielonej kilku bankom czy też innym uczestnikom rynku finansowego. Do tej pory nie udało się jednak zbudować ich odpowiednika na skalę międzynarodową.

Globalny kryzys finansowy (do września 2010 r.) można podzielić na pięć faz, różniących się zakresem stosowanej przez państwa interwencji:

1) I faza – ograniczona do rynku amerykańskiego, zakończyła się w połowie marca 2008 r.,
2) II faza – od połowy marca do połowy września 2008 r., tj. upadku banku inwestycyjnego *Lehman Brothers*,

[36] Henry Thorton (1760-1815), *An Enquiry into Nature and Effects Of the Paper Credit of Great Britain* , praca ukazła się w 1802 r., Walter Bagehot (1826-1877), *Lombard Street; A Description of the Money Market*. Za: S. Heffernan, *Nowoczesna bankowość*, Warszawa 2007, s. 571.

[37] Przyczyną upadku tego najstarszego brytyjskiego banku inwestycyjnego były operacje przeprowadzone przez maklera singapurskiego oddziału, a w 1995 r. został za symbolicznego funta przejęty przez ING Bank.

3) III faza – od połowy września 2008 r. do października 2008 r.,
4) IV faza od października 2008 r. do marca 2009 r.,
5) V faza od marca 2009 r.[38]

W trakcie globalnego kryzysu finansowego podejmowane przez państwo działania koncentrowały się na podtrzymaniu płynności na rynku finansowym, gwarancjach spłat zobowiązań banków i ochronie depozytów klientów ponad standardowe zabezpieczenia, rekapitalizacji banków i skupie aktywów niskiej jakości.

Pierwsza faza kryzysu ograniczona była w zasadzie do rynku amerykańskiego i zapoczątkowana została zaniechaniem przez coraz większą liczbę klientów banków spłat rat kredytów (głównie mieszkaniowych), i trwała do połowy marca 2008 r. Zasadniczym problemem okazała się prowadzona na wielką skalę sekurytyzacja tych należności, która w efekcie sprawiła, że powstałe w jej wyniku papiery wartościowe znalazły się w bilansach wielu instytucji. Po raz pierwszy interweniowały wówczas władze amerykańskie, wspomagając holding *JP Morgan Chase* w przejęciu przez niego banku inwestycyjnego *Bear Stearns*, co zapewne opóźniło, ale nie zapobiegło procesowi upadku wielu innych amerykańskich instytucji kredytowych. Po krótkim uspokojeniu rynków finansowych, coraz wyraźniejsze były jednak obawy wielu banków przed ewentualnymi stratami, których konsekwencją mogła być utrata kapitałów własnych. W tej sytuacji zaistniała także pilna konieczność podjęcia działań zmierzających do ich rekapitalizacji, a jedną z możliwych dróg okazało się wyseparowanie z bilansów banków bezwartościowych papierów. Co prawda politycy starali się jeszcze uspokoić rynki finansowe, ale te w odmienny sposób oceniały rozwój sytuacji. Stąd też działające na nim instytucje finansowe w sposób zdecydowany ograniczyły aktywność na rynku międzybankowym. Sytuację niepewności pogłębiły napływające od władz amerykańskich informacje (lipiec 2008 r.) o przejęciu przez państwo części akcji dwóch amerykańskich instytucji finansujących hipotecznie nabycie nieruchomości, tj. *Fannie May* i *Freddie Mac*. Ostatecznie w dniu 7 września 2008 r. obie instytucje znalazły się pod przymusowym zarządem państwa[39]. Decyzja ta zapobiegła załamaniu rynku nieruchomości hipotecznych.

---

[38] Bank Rozrachunków Międzynarodowych (*Bank for International Settlements, BIS*) opierając się na formule wypracowanej na podstawie indeksów rynkowych, w tym *MSCI Word Equity Index* (LS), *Morgan Stanley Capital International Index, Bank_CDS-Spreads* i *LIBOR_OIS* także wyodrębnia pięć faz kryzysu. BIS Annual Report 2008/2009, s. 16-36.

[39] Do końca II kwartału 2009 r. straty jednego z dwóch największych emitentów obligacji hipotecznych − *Fannie May* − w dziewięciu kolejno następujących po sobie kwartałach wyniosły 120 mld dol. (81 mld euro); państwo wsparło tę instytucję kwotą 60 mld USD, a łącznie z *Freddie Mac* – 200 mld dol. Oblicza się jednak, iż nadal *Fannie May* potrzebuje ok. 15 mld USD, por. *Fannie Mae benötigt 15 Milliarden Staatshilfe*, www. handelsblatt.com/ unternehmen/banken -versicherungen, wgląd 8 XI 2009.

Jednakże do upadku *Lehman Brothers* były to działania adresowane jedynie do pojedynczych banków, a instrumentarium „ratunkowe" uruchamiane było przez banki centralne. Mimo że tylko niewielu praktyków, jak i teoretyków potrafiło wówczas ocenić skalę zagrożeń dla światowego ładu gospodarczego, to jednak podejmowano także pierwsze działania koordynowane w skali międzynarodowej. W celu zapewnienia płynności na poziomie krajowym na rynku międzybankowym, wykorzystano różne instrumenty polityki monetarnej, w tym obniżono stopy procentowe[40], wydłużono okresy kredytowania, udzielono instytucjom finansowym niskooprocentowanych kredytów pod zastaw papierów wartościowych z rynku *subprime mortage* w USA i uruchomiono kredytowe linie swapowe. Należy podkreślić, że niektóre banki centralne poszerzyły również listę instytucji finansowych uprawnionych do korzystania z nich. Działania interwencyjne miały miejsce nie tylko w Stanach Zjednoczonych (FED), ale także w strefie euro (Europejski Bank Centralny, *European Central Bank*, ECB) i w Wielkiej Brytanii (Bank Anglii), a ich największe nasilenie przypadło na wiosnę 2008 r. (tab. 1).

4. Upadek *Lehman Brothers* i jego konsekwencje

Za przełomową datę rozpoczęcia najtrudniejszej fazy kryzysu uznać należy utratę płynności przez amerykański bank inwestycyjny *Bearn Stearns* w połowie września 2008 r., a przede wszystkim upadek 15 września 2008 r. banku inwestycjnego *Lehman Brothers Holdings Inc*. To zdarzenie sprawiło, że praktycznie dotychczasowe turbulencje w znacznym stopniu ograniczone do rynku amerykańskiego przekształciły się w globalny kryzys finansowy, a wkrótce także gospodarczy. Nową jakością była utarta przez wiele banków posiadających w portfelach papiery wartościowe wyemitowane przez *Lehman Brothers*[41] znacznej części kapitałów własnych[42], co musiało w efekcie pogłębić brak zaufania na globalnym rynku finansowym.

[40] Praktycznie na całym świecie banki centralne obniżyły stopy procentowe, m.in. *FED* od września 2007 r. z 5,25 do 0% i ponownie do 0,25%, natomiast *Bank of England* od października 2008 o 450 b.p., tj. do 0,50, a EBZ o 325 p.b. do 1%.

[41] Również m.in. fundusze rynku pieniężnego.

[42] Według informacji przekazanej przez *Bloomberg* w dniu 27 II 2009 r. i sporządzonych na podstawie danych zwartych w bilansach banków w 2007 r., wyniosły one: 53,8% dla kapitałów własnych irlandzkiego systemu bankowego, amerykańskiego – 53,1% , niemieckiego – 21,8%, brytyjskiego – 16,1%, japońskiego – 13,4%, holenderskiego – 10,7%, belgijskiego – 7,0%, francuskiego – 5,9%, norweskiego – 4,4%, hiszpańskiego – 1,7%, włoskiego – 1,2%, austriackiego – 1,1%, duńskiego – 0,7% i irlandzkiego – 0,5%.

Tabela 1. Wybrane interwencje banków centralnych (sierpień 2007 - listopad 2009 r.)

Kraj/obszar walutowy	Termin	Podjęte działania
Banki centralne z 5 największych obszarów walutowych	12 XII 2007 i styczeń 2008 r.	− koordynacja podejmowanych przedsięwzięć, w tym uruchomienie linii swapów kredytowych w USD
	marzec 2008 r. – lipiec 2008 r.	− dalsze działania FED, ECB i SWB na rzecz utrzymania płynności banków, w tym w ramach swapów kredytowych
	18 IX 2008 r.	− zwiększenie linii swapów kredytowych przez banki centralne wielu państw i ECB
	8 X 2008 r.	− ECB, BoE, BoC, Riskbank i SNB wspólnie postanawiają o obniżeniu o 50 pkt bazowych stóp procentowych
	13 X 2008 r.	− najważniejsze banki centralne świata decydują o dalszym zasileniu i to w nieograniczonej wielkości rynku pieniężnego w USD
	marzec 2009 r.	− ponowne obniżenie stóp procentowych przez ECB, SNB i BoE
Europejski Bank Centralny (ECB)	poł. sierpnia 2007 r.	− obniża stopy procentowe podstawowych operacji refinansujących do wysokości istniejącego oprocentowania na rynku międzybankowym (4,6%)
	3 VII 2008 r.	− podnosi stopy procentowe o 0,25 p.p., do 4,25%, co zostało uznane za największy błąd w historii banku
	lipiec 2008 r.	− przedłuża dodatkowe transakcje refinansowe na ponad 100 mld euro
	8.10.2008 r.	− banki centralne w skoordynowanej akcji obniżają stopy procentowe i w następnych miesiącach kontynuują to działanie
	styczeń 2009 r.	− od października 2008 r. po raz trzeci obniża stopy procentowe do 2,00%
	7 V 2009 r.	− decyduje o skupie obligacji w euro (*Covered Bonds*) w wysokości 60 mld euro)
	maj 2009 r.	− obniża stopy procentowe do 1,0%
	4. VI 2009 r.	− po raz pierwszy w historii decyduje o skupie listów zastawnych

	2010 r.	− w celu zapewnienia płynności ustanawia 12, zamiast 6 miesięcznych linii kredytowych dla banków (I transza – 442 mld euro, II transza – 75 mld euro i ostatnia III – do 19 XII 2009 r. banki wnioskują o 96,6 mld euro − ECB postanawia od marca 2010 r. zaostrzyć przepisy dotyczące przyjmowania depozytów zabezpieczających w formie sekurytyzowanych *Basset Backed Securities* (*ABS*), a to oznacza trudniejszy dostęp do kredytu refinansowego dla banków
Wielka Brytania – *Bank of England (BoE)*	wrzesień 2007 r.	− kredyt dla tracącego płynność *Northern Rock*
	8 X 2008 r.	− obniżenie stóp procentowych i kolejne tego rodzaju decyzje w następnych miesiącach
	5 III 2009 r.	− program sfinansowany obligacjami państwowymi w wysokości 100 mld USD, z którego w ciągu trzech miesięcy nabywano niepłynne aktywa bankowe sektora prywatnego
	marzec 2009 r.	− redukcja stopy procentowej do 0,50%
	sierpień 2009 r.	− powiększa *Assets Purchase Facility* (program skupu instrumentów rynkowych emitowanych przez sector bankowy) do 175 mld £
Stany Zjednoczone – *Federal Reserve (FED)*	sierpień 2007 r.	− przeznacza 38 mld USD na rzecz utrzymania płynności sektora finansowego i poszerza listę papierów wartościowych przyjmowanych do redyskonta
	wrzesień 2007 r.	− obniżenie stopy procentowej do 4,75%
	grudzień 2007 r.	− od września dwukrotnie obniżono stopy procentowe do 4,25%. Ustanowienie czasowo ograniczonej *Term Auction Facility* (pożyczki dla banków systemie aukcyjnym przy szerszym zakresie przyjmowanych zabezpieczeń)
	21 I 2008 r.	− głęboka i niespodziewana obniżka stopy procentowej, przeprowadzona w dwóch etapach do końca stycznia ukształtowała się na poziomie 3,00%

cd. tabeli 1

Stany Zjednoczone – *Federal Reserve (FED)*	17 III 2008 r.	− *Bearn Stearns* uzyskuje pomoc *JP Morgan Chase* i FED
	marzec 2008 r.	− utworzenie *Term Securities Lending Facility* (krótkookresowe pożyczki obligacji skarbowych pod zastaw bardziej ryzykownych zabezpieczeń) wspomagający funkcjonowanie rynku papierów wartościowych powstałych w procesie sekurytyzacji
	kwiecień 2008 r.	− od stycznia w dwóch etapach obniżono stopy procentowe do 2,00%
	lipiec 2008 r.	− otwarcie linii kredytowej dla Fannie May i Fredzie Mac
	17 IX 2008	− *AIG* otrzymał pakiet ratunkowy banku centralnego w wysokości 85 mld USD i przekazał 79,9% udziałów
	październik 2008 r.	− obniżona została stopa procentowa do 1,00% i ponownie przyznał AIG kredyt w wysokości 38 mld USD
	listopad 2008 r.	− FED wspólnie z rządem amerykańskim i FDIC udzielił gwarancji *Citigroup* (306 mld USD) - zapowiedź programu pomocowego, wspomagającego rynek ABS/MBS
	16 XII 2008 r.	− dalsze obniżenie stopy procentowej do 0-0,25%. W ten sposób banki uzyskały praktycznie bezpłatny dostęp do środków
	29 X 2008 r.	− uzgadnia linie kredytowe dla walutowych instytucji Brazylii, Korei, Meksyku i Singapuru
	25 XI 2008 r .	− ustanawia ramy kredytu na 200 mld USD, z przeznaczeniem na podlegające sekurytyzacji pożyczki konsumpcyjne dla małych i średnich firm, a także ok. 500 mld USD z przeznaczeniem na przejęcie pożyczek i zabezpieczonych hipotecznie papierów wartościowych
	6 IV 2009 r.	− Komisja rynku FED zezwoliła na uruchomienie nowych krótkoterminowych dewizowych linii swapowych z *Bank of England, EBZ, Bank of Japan* i *Schweizerischen Nationalbank*

	kwiecień 2009 r.	− Nowe porozumienie pomiędzy FED a BoE, ECB, SNB i BoJ w sprawie swapów kredytowych
	24 IV 2009	− FED ogłasza zasady przeprowadzenia testu warunków skrajnych
Chiny - *People's Bank of China*	październik 2008 r.	− bank centralny zdeponował 30 mld Juanów – 4,4 mld USD w bankach komercyjnych na potrzeby rozwoju akcji kredytowej
Bank Japonii (*Bank of Japan, BoJ*)	grudzień 2008 r.	− obniża stopy procentowe do 0,10% i zwiększa zakup japońskich obligacji państwowych
	styczeń 2009 r.	− postanawia o zakupie papierów komercyjnych od instytucji finansowych i zabezpieczonych aktywami, a wyemitowanymi przez firmy o wysokim ratingu (3 biliony jenów)

Źródło: Opracowano na podstawie sprawozdań Europejskiego Banku Centralnego i materiałów prasowych.

Jego upadek spowodował bowiem wyschnięcie całego rynku finansowego, co oznaczało zaniechanie zakupów krótkookresowych papierów wartościowych (obligacji, skryptów dłużnych i in.) emitowanych przez instytucje finansowe[43]. Upadek *Lehman Brothers* zachwiał także niepodważalną zdawałoby się tezą, że rząd amerykański (a być może nawet rządy innych państw) będzie w nieograniczony sposób bronić i pomagać „systemowo ważnym bankom"[44].

Zaangażowanie państwa okazało się na tym etapie niezbędne i to na nieporównywalnie większa skalę, niż miało to miejsce w poprzednich fazach kryzysu. Banki centralne mogły bowiem zadbać o płynność banku, natomiast to na państwie de facto, ciążył obowiązek rekapitalizacji banków, gdyż tylko rządy dysponowały wówczas odpowiednim instrumentarium stabilizacji rynków finansowych i gospodarki. Stąd też przy braku alternatywnych rozwiązań działania te spotkały się z powszechną akceptacją. Dla państwa pomoc ta pozostaje jednak zawsze dylematem budżetowym pomiędzy koniecznością oszczędności a wzrostem gospodarczym i utrzymaniem koniunktury, czy też raczej − w tym przypadku − zapewnieniem elementarnego bezpieczeństwa gospodarczego.

[43] Na przykład niemiecki bank hipoteczny *Depfa* nie mógł znaleźć nabywców na swoje papiery krótkookresowe, co oznaczać musiało brak możliwości wykorzystania rynku dla refinansowania, a zatem w konsekwencji także brak płynności.

[44] Do 25 IX 2010 r. państwowa agencja gwarancji depozytów *Federal Deposit Insurance Corporation* FDIC poinformowała, że do tego dnia zamknęła od 2007 r. 197 banków, w tym w 2008 r. – 25, a w 2007 r. – 3. Dla porównania w 1992 r. upadło 181 banków i ponad 2000 kas oszczędnościowych, www. fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html, 26 IX 2010 r.

Decyzja o udziale państwa w podjętych na wielką skalę programach ratunkowych na rynku bankowym, ale także i finansowym była konsekwencją uzgodnień, jakie zapadły na szczycie G7 w Waszyngtonie[45]. Podczas spotkania uzgodniono, że w przyszłości żaden ważny systemowo bank nie upadnie, a parę dni później, tj.13 października 2008 r., rządy państw strefy euro potwierdziły podjęcie działań na rzecz rekapitalizacji banków.

Rozwój sytuacji na rynku, grożący gwałtownym wycofywaniem depozytów z systemu bankowego (run na banki) i zapaścią globalnego systemu finansowego, ale także własnych realnych gospodarek spowodował, że jesienią 2008 r. rządy wielu państw zostały zmuszone nie tylko do udzielenia gwarancji dla depozytów ponad standardy wyznaczone przez właściwe instytucje[46], ale także do podjęcia innych działań i to aż do bezpośredniego zaangażowania się w bankach[47]. Główną rolę odegrały kompleksowe programy pomocowe kierowane do zagrożonych instytucji finansowych. Uspokojeniu sytuacji na rynku finansowym służyły także decyzje podjęte przez rządy wielu państw, np. 18 IX 2008 r. przez władze brytyjskie i jeden dzień później amerykańskie, zakazujące tzw. krótkiej sprzedaży akcji. Jednocześnie banki centralne wielu państw (w tym sześć najważniejszych na świecie, m.in. FED, EBZ, *Bank of England*), prowadziły działania zmierzające do dalszego zmniejszenia (lub utrzymania na niskim poziomie) podstawowych stóp procentowych. 13 października 2008 r. państwa członkowskie strefy euro dążąc do stabilizacji sektora ogłosiły deklarację o gotowości udzielenia gwarancji i wspomożeniu kapitałowym banków. Zarówno te, jak i inne podjęte wówczas decyzje nie były jednak w stanie przywrócić zaufania, o czym świadczył drastyczny spadek m.in. wielkości transakcji realizowanych na rynku międzybankowym, a rynki finansowe domagały się od państwa podjęcia bardziej zaawansowanej interwencji.

Warto podkreślić, że działania te w pierwszej fazie podejmowane były pod presją czasu i bez przygotowania[48]. Henry Paulsen, ówczesny minister finan-

[45] 10 października 2008 r. spotkali się ministrowie finansów USA (Ministerstwo Finansów planowało już wówczas przeznaczyć 125 mld dol. na nabycie udziałów w 9 największych bankach), Kanady, Wielkiej Brytanii, Niemiec, Francji, Włoch i Japonii.

[46] Tak uczynił m.in. rząd niemiecki na całość złożonych depozytów gospodarstw domowych, hiszpański ograniczył gwarancje do 100 tys. euro, a austriacki udzielił gwarancji na całość depozytów osób fizycznych.

[47] Do końca października 2009 r. oszacowano straty banków z tytułu niespłaconych kredytów na świecie na ponad 1176 mld USD, w tym *Citigroup* – 118 mld USD, *Wachovia* 102 mld USD, *Bank of America* 80 mld USD, *JP Morgan Chase* 57 mld USD, *Merrill Lynch* – 56 mld USD, *UBS* – 53 mld USD, *HSBC* – 50 mld dol. Spośród banków europejskich największy straty poniosły *HBOS*, *Royal Bank of Scotland*, *Barclays*, *Bayern LB*, *Credit Suisse*, *Deutsche Bank*, *ING*, *BNP Paribas*, *IKB*, za: Bloomberg, stan na 2 listopada 2009 www.bloomberg.com./markets z 2 XI 2009 r.

[48] Jeszcze w końcu września 2008 r. Thomas Strauhaber – niemiecki ekspert gospodarczy – w wywiadzie dla *SpiegelOnline* twierdził, że „Niemcy mogą wręcz skorzystać na problemach ban-

sów USA, twierdził, że nikt nie wiedział o rozmiarach międzynarodowych powiązań banków[49] i trudno jest również ocenić, czy władze państw były już wówczas świadome rozmiarów poniesionych strat (tab. 2).

Rządy wielu państw stanęły przed problemem realnej groźby pojawienia się – i to w krótkim czasie – ryzyka systemowego. Interwencje zapobiegające takiemu rozwojowi sytuacji przebiegały jednak w poszczególnych państwach w zróżnicowany sposób, tak w odniesieniu do zaangażowanych środków finansowych, wykorzystywanych instrumentów, jak i czasu ich wdrożenia. W wielu krajach, także i tych niedotkniętych kryzysem bankowym, wdrożono pakiety stymulujące rozwój gospodarki[50].

Tabela 2. Największe straty poniesione przez banki w 2008 r.

Nazwa banku	Kwota w mld USD
Royal Bank of Scotland (Wielka Brytania)	59, 3
Citigroup (Stany Zjednoczone)	53,1
Wells Fargo (Stany Zjednoczone)	47,9
FortisBank (Belgia)	28,2
UBS (Szwajcaria)	19,6
HBOS	15,8
Credit Suisse (Szwajcaria)	14,1
Deutsche Bank (Niemcy)	8,0
Hypo Real Estate (Niemcy)	7,5
Bayerische Landesbank (Niemcy)	7,2

Źródło: Na podstawie listy przygotowanej przez „The Bankier", za www.FT Alphaville Blog/ wgląd 24.06.2009.

ków amerykańskich", a z pewnością „nie jest potrzebny ani uzasadniony plan ratunkowy podobny do amerykańskiego". Minister Finansów Peer Steinbrück na forum Bundestagu zapowiadał zrównoważenie budżetu federalnego w 2011 r., ale już w 72 godziny później, tj. 6 X 2008 r., rząd i inne instytucje zaangażowały w trybie nadzwyczajnym środki w wysokości 35 mld euro na uruchomienie linii kredytowej i przyznanie gwarancji *Hypo Real Estate Group* jednej z 30 niemieckich spółek uwzględnianych wówczas w indeksie akcji Dax.

[49] Tak twierdzi A. Schmitz, w wywiadzie opublikowanym na łamach „ Handelsblatt" w dniu 11 maja 2009 r. Trudno się jednak zgodzić z tym stwierdzeniem, gdyż chociażby tylko analiza skonsolidowanego bilansu banków niemieckich jednoznacznie wskazywała, że zagraniczne oddziały, ale także spółki „córki" koncentrują się głownie na tego rodzaju operacjach. Szerzej: I. Romiszewska, *Internacjonalizacja banków niemieckich*, Poznań 2004, s. 161-270.

[50] Pakiety koniunkturalne przygotowane przez państwa G20 na lata 2008-2010 oszacowano na 1130 mld euro, największy w Stanach Zjednoczonych – 529 mld euro, Chinach –162 mld euro, Niemczech – 91 mld euro, a w krajach UE osiągnął kwotę 157 mld euro, Japonii – 75 mld euro, Rosji i Korei Południowej po 36 mld euro, Australii – 32 mld euro, w Kanadzie – 31 mld euro, Arabii Saudyjskiej – 27 mld euro, Meksyku – 12 mld euro. Obliczone na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego, IMF, *Group of Twenty-Global Economic Policie and Prospects*, www.imf.org , za: H.-W. Sinn, *Der Kasino Kapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kamm, und was jetzt zu tun ist*, Berlin 2009, s. 233.

Należy przyjąć, że od tej pory to państwo występuje w roli kredytodawcy ostatniej instancji, a podejmowane przez niego *ad hoc* interwencje wynikały z rozwoju sytuacji na rynku finansowym i jej oceny. Z upływem czasu realizacji celów wyznaczonych przez państwo służyły kompleksowe programy pomocowe adresowane do sektora bankowego, a nie formułowane i adresowane do pojedynczych banków. Te kompleksowe programy miały głównie za zadanie realizację następujących celów:

- powrót zaufania na rynek bankowy, w tym także międzynarodowy,
- rekapitalizacja banków, chociaż ofertę tę skierowano jednie do tzw. systemowo ważnych banków,
- przejęcie (czasowe) toksycznych aktywów, co oznacza, że zobowiązania instytucji kredytowych przekształcają się *de facto* w dług państwa,
- stworzenie sytuacji umożliwiającej bankom zaopatrzenie gospodarki w niezbędne środki finansowe.

W ten sposób działania państwa stają się jedynie pomostem umożliwiającym w przyszłości „nabycie" przez banki zdolności do korzystania z instrumentów rynkowych, a nie mają na celu doprowadzenia do zmian w stosunkach własnościowych, zatem trudno przypisać im cechy przymusowego upaństwowienia.

Formy tej pomocy można podzielić na trzy grupy:

- powodujące natychmiastowe skutki finansowe dla budżetów państw,
- bez natychmiastowych skutków finansowych lub pozafinansowych,
- mieszane, głównie kompleksowe programy pomocowe, zawierające elementy dwóch pierwszych z wymienionych rozwiązań (tab. 3).

Nie ulega wątpliwości, że największe znaczenie przyznać należy działaniom podejmowanym na rzecz rekapitalizacji banków i czasowym przejęciom toksycznych aktywów. W obu przypadkach instytucje kredytowe korzystające z tego rodzaju pomocy zwiększają swą zdolność do kredytowania gospodarki. Warto jednakże zwrócić także uwagę na rolę państwa, jako inicjatora lub wspierającego proces fuzji przejęć w sektorze bankowym[51], a także przekształceń banków inwestycyjnych w banki handlowe. Tego rodzaju wsparcie miało ograniczyć trwający odpływ pieniędzy klientów na rzecz innych banków (m.in. *Goldman Sachs i Morgan Stanley*). Jednakże w dłuższym okresie może prowadzić do powstania nowej architektury finansowej, a podejmowane było przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych[52], Niemczech[53] i w Wielkiej Brytanii[54].

[51] Na przykład Bank of *America* musiał przejąć bank inwestycyjny *Merill Lynch.*

[52] Państwo przejęło np. bank oszczędnościowo-pożyczkowy *Washington Mutual*.

[53] Państwo przejęło Hypo Real Estate, stało się także udziałowcem *Commerzbank*.

[54] Tak stało się m.in. 18 IX 2008 r., gdy to z inicjatywy rządu znajdujący się na skraju niewypłacalności *HBOS* przeszedł w ręce *Lloyds Banking Group* w ramach transakcji wspieranej finansowo przez rząd, a znajdujący się w podobnej sytuacji *Royal Bank of Scotland* został prze-

Tabela 3. Formy pomocy państwa – finansowe i pozafinansowe

<table>
<tr><th colspan="2">Powodujące natychmiastowe skutki finansowe</th><th colspan="2">Bez natychmiastowych skutków finansowych lub pozafinansowych</th></tr>
<tr><td>− rekapitalizacja</td><td>− w zamian za przekazanie akcji bez i z prawami korporacyjnymi</td><td colspan="2">− państwowe gwarancje na depozyty bankowe</td></tr>
<tr><td>− upaństwowienie banków</td><td>− przejęcie udziałów większościowych, także w ramach Squeeze-Out,
− upaństwowienie sektora</td><td>− ograniczenia administracyjno-rynkowe</td><td>− np. zakaz krótkiej sprzedaży</td></tr>
<tr><td colspan="2">− uruchomienie specjalnych linii kredytowych</td><td colspan="2" rowspan="2">− inicjator fuzji i przejęć w sektorze bankowym</td></tr>
<tr><td rowspan="2">− przejęcie aktywów niskiej jakości</td><td rowspan="2">− utworzenie Bad Bank jednego lub kilku</td></tr>
<tr><td colspan="2">– udzielenie gwarancji bankom z tytułu ich zobowiązań</td></tr>
<tr><td colspan="4">KOMPLEKSOWE PROGRAMY POMOCOWE</td></tr>
</table>

Źródło: Opracowanie własne.

Zwrócić należy jednak uwagę, iż najwięcej kontrowersji wzbudzają działania, których efektem jest całkowite przejęcie banków (upaństwowienie banków). Na kontynencie europejskim pierwszą znaczącą interwencję odnotowano 29 września 2008 r., a jej celem było zapewnienie stabilności rynku. Wielka Brytania zdecydowała się na tego rodzaju działanie w stosunku do banku hipotecznego *Bradford&Bingley*, Islandia została zmuszona do upaństwowienia swoich największych banków, a ostatecznie w październiku 2009 r. na mocy decyzji nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy *Hypo Real Estate Holding* został w ramach *Squeeze-Out* całkowicie przejęty przez państwo, co dało niektórym komentatorom i analitykom asumpt do określenia tego dnia jako „czarnego dnia demokracji".

Podstawowe znaczenie należy przypisać jednak procesowi zasilenia banków przez państwo i miał on miejsce głównie w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Niemczech, Belgii, Holandii i Francji (tab. 4).

jęty przez rząd Wielkiej Brytanii (84% udziałów). Bank Anglii nie podał żadnych szczegółów tej pomocy w opublikowanym w maju 2009 r. corocznym raporcie ze swej działalności, gdyż obawiał się, że mogłoby to podważyć zaufanie do całego systemu bankowego. Jego zdaniem, sytuacja obu banków jest obecnie stabilna i dlatego nie trzeba już utrzymywać całej sprawy w tajemnicy.

Rekapitalizacja banków przeprowadzona przez państwo była koniecznością, gdyż rozmiary strat poniesionych na operacjach papierami wartościowymi, a także z tytułu straconych kredytów spowodowały, że inwestorzy prywatni nie byli skłonni do angażowania prywatnych środków w tego rodzaju instytucje. Jedynie kilku bankom udało się pozyskać prywatnych inwestorów, m.in. szwajcarskiemu UBS[55]. W pierwszej fazie kryzysu dominowało pozyskanie za środki finansowe akcji uprzywilejowanych i cichych (chociaż w niektórych państwach była to jedyna forma), jednak już w następnej rządy starały się podejmować decyzje zabezpieczające interesy podatników. Odbywało się to dzięki pozyskaniu kontroli nad procesem zarządzania bankiem i podejmowanymi decyzjami kierowniczymi. Innym sposobem − obok zasilenia bezpośredniego − wzmocnienia kapitałowego jest utworzenie wehikułu, do którego przenoszone są wyseparowane z bilansów niskiej jakości aktywa[56].

Tabela 4. Zasilenie kapitałów własnych wybranych banków przez państwo w trakcie kryzysu *subprime*

Nazwa banku i kraj	Wielkość	Zwrot do 10 XII 2009 r.
RBS (Wielka Brytania)	50,1 mld euro	
Lloyds (Wielka Brytania)	25,2 mld euro	
Commerzbank (Niemcy)	18,2 mld euro	
ING (Holandia)	10,0 mld euro	Tak
Bayern LB (Niemcy)	10,0 mld euro	
KBC (Belgia)	5,5 mld euro	
BNP (Francja)	5,1 mld euro	Tak
UBS (Szwajcaria)	3,9 mld euro	Tak
Citigroup	52,1 mld USD	Częściowy zwrot
Bank of America	49,0 mld USD	Tak
JP Morgan	25,0 mld USD	Tak
Wells Fargo	25,0 mld USD	Tak
Goldman Sachs	10,0 mld USD	Tak
Morgan Stanley	10,0 mld USD	Tak
PNC	7,6 mld USD	

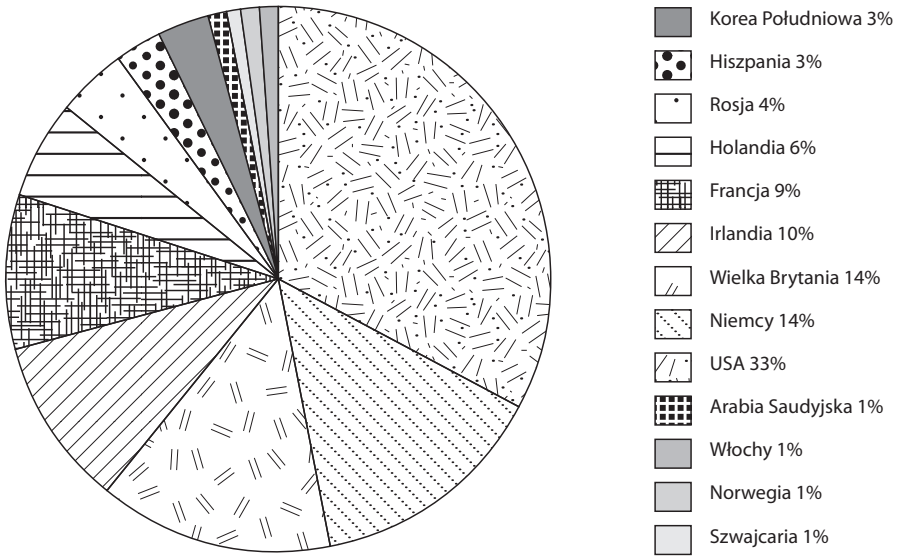
Źródło: Opracowano na podstawie informacji prasowych i agencji prasowej Bloomberg.

[55] Kaspar Villinger – przewodniczący Rady Nadzorczej banku, a jednocześnie b. minister finansów stwierdził: „es muss unser Ergeitz sein, ohne Staatshilfe durchzukommen", cyt. za wywiadem udzielonym „Sonntags-Zeitung" w dn. 6-7 III 2009 r.

[56] Mogą to być zresztą różne wartości, w tym należności zagrożone (*Non-performing Loans Kredite*) czy też pozbawione w dużej części wartości lub bezwartościowe produkty sekurytyzowane, np. papiery ABS, CDO czy CLO. W tej grupie znajdują się także produkty finansowe powiązane z kredytami udzielonymi na zakup amerykańskich nieruchomości.

Państwa, których systemy bankowe zostały najbardziej dotknięte zawirowaniami na rynku podejmowały starania o skonfigurowanie ich z nowymi inicjatywami w ramach kompleksowych pakietów pomocowych. Miały one zastąpić inicjowane w pierwszej fazie kryzysu działania *ad hoc*, a pierwszym był uruchomiony przez Stany Zjednoczone.

Wartość pakietów ratunkowych państw oszacowana została na ponad 4,1 mld euro (rys. 1). Należy jednak podkreślić, iż do końca listopada 2009 r. nie wszystkie środki zostały skonsumowane. Z uwagi natomiast na charakter instrumentów, w przyszłości część udzielonych środków ponownie wpłynie do budżetów publicznych i w ten sposób traktować je należy jedynie jako pomoc przejściową. Istniała oczywiście również możliwość ich powiększenia w przypadku nadzwyczajnych wydarzeń na rynku, chociaż np. Thimothy Geithner – amerykański minister finansów – informując w pierwszej dekadzie grudnia 2009 r. o przedłużeniu programu z końca 2009 r. do 3 października 2010 r., stwierdził, że nie przewiduje jego zwiększenia[57]. Tego rodzaju deklaracje sprzyjały stabilizacji rynków finansowych, gdyż stanowiły sygnał dla uczestników rynku o panowaniu władz nad rozwojem sytuacji.



Rysunek 1. Pakiety ratunkowe rządów na rzecz banków – ogółem 4142 mld euro

Źródło: H.-W. Sinn, *Der Kasino Kapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kamm, und was jetzt zu tun ist*, Berlin 2009, s. 216.

[57] biznes.onet.pl/program-pomocy-amerykanskim-bankom-przedluzono-o-r,18543,3065706,1,news-detal wgląd 9 grudnia 2009 r.

5. Państwowe programy ratunkowe

Przygotowanie i wdrożenie państwowych programów ratunkowych (pierwszy powstał w Stanach Zjednoczonych) należy uznać za początek IV fazy kryzysu. Nastąpiło w niej daleko idące „zainfekowanie" gospodarki realnej i finansowej oraz trwała niepewność co do stabilności sektora finansowego, której towarzyszyły uzasadnione obawy przed dalszym pogłębieniem recesji gospodarczej. Został jednak opanowany i nie pogłębiał się globalny brak zaufania na rynku finansowym. Lęk przed recesją znalazł wyraz w spadającej rentowności obligacji państwowych, np. w końcu grudnia 2008 r. rentowność amerykańskiej pożyczki 10-letniej spadła do rekordowo niskiego poziomu 2,10% (nawet poniżej odnotowanego w 1941 r.!). Także w innych państwach zauważalne były symptomy wskazujące na rozwój kryzysu, a wzrastające potrzeby finansowe państw spowodowały spadającą rentowność obligacji państwowych[58]. To udzielone gwarancje dla sektora finansowego i gospodarki napędzały emisję papierów wartościowych, które miały zapewnić niezbędne na ich realizację środki. Sytuacja ta trwała do marca 2009 r., kiedy pojawiły się sygnały świadczące o stabilizacji sytuacji (V faza).

Konsekwencje dla narodowych i światowych rynków finansowych spowodowane upadkiem *Lehman Brothers* sprawiły, że od tej pory rządy wielu państw, a przede wszystkim Stanów Zjednoczonych, podjęły przygotowanie działań systemowych zmierzających do stabilizacji zarówno systemu finansowego, jak i gospodarki. Przybrały one ostatecznie formę „planów" ratunkowych. Miały zastąpić działania podejmowane w stosunku do pojedynczo zgłaszających się banków, gdyż doraźne rozwiązywanie ich problemów sprzyjało raczej pogorszeniu nastrojów rynkowych. Miały również aktywnie przeciwdziałać dramatycznie pogarszającej się sytuacji w gospodarce realnej. Na jej przebiegu zaważyło także bankructwo największych banków islandzkich, ostatecznie przejętych co prawda przez państwo[59], jednak to z kolei spowodowało *de facto* jego finansowy upadek. Nadal banki centralne prowadziły politykę utrzymania niskich stóp procentowych i podejmowały działania służące stabilizacji rynku. Istotną rolę we wszystkich praktycznie programach odegrały prace nad specjalnymi wehikułami, do których banki mogły na określonych warunkach przenieść znajdujące się w ich bilansach niskiej jakości wartości. Celem było zwolnienie bilansów banku z toksycznych aktywów, co z kolei potraktować można jako formę rekapitalizacji,

[58] Na przykład oprocentowanie dziesięcioletnich obligacji węgierskich wyniosło w styczniu 2009 r. ponad 10,0%, polskich – ponad 5%, niemieckich – 3%, szwajcarskich – ponad 2%, za: Bloomberg z 14 I 2009 r.

[59] Pomiędzy 7 a 9 października 2008 r. państwo przejęło *Landesbanken*, *Glitnir* i *Kaupthring*.

a dzięki pozyskaniu państwowych gwarancji wzrosła wiarygodność emitowanych przez banki papierów wartościowych, tym samym zwiększała się ich zdolność do pozyskania rynkowych źródeł finansowania.

6. Amerykańskie plany ratowania banków i gospodarki

Stany Zjednoczone pozostają krajem, w którym instytucje finansowe, w tym i banki, poniosły największe straty, szacowane na 578,5 mld euro, co stanowiło około 66,3% całości strat światowych[60]. Rządowi amerykańskiemu zależało na podjęciu działań zmierzających do ich ograniczania i budowy wzrostu zaufania na rynku finansowym, a ich realizacja miała być sposobem na wyjście z najcięższej od wielu dziesiątków lat recesji. Realizacji tych celów służył program pomocowy dla branży finansowej, który został przyjęty w październiku 2008 r. jako tzw. plan Paulsona[61] i ostatecznie uzupełniony o *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*[62]. Należy jednak dodać, że także przyjęty w marcu 2009 r. plan ministra skarbu w rządzie Baracka Obamy − Timothy Geithnera − również zawierał instrumenty, z których mogły skorzystać banki amerykańskie.

Plan Paulsona umożliwiał przede wszystkim bankom oczyszczenie ich bilansów ze straconych kredytów. Dał podstawę do utworzenia programu pomocowego (*Troubled Assets Relief Program, TARP*), w którym przeznaczono 700 mld USD na wykupienie wyseparowanych z bilansów banków niepłynnych aktywów, opartych na kredytach hipotecznych oraz innych[63]. Środki finansowe zasilające fundusz pochodziły z emisji obligacji skarbowych. Przyjęta konstrukcja planu pomocowego miała na celu ochronę nabywców przed utratą ich nieruchomości mieszkaniowych.

---

[60] Zostały oszacowane w lutym 2009 r., a dla porównania brytyjskie – 7,8%, UE27 – 22,0%, w tym niemieckie – 6,9%, szwajcarskie – 6,5%, japońskie – 1,6% i chińskie – 0,5%. Uwzględniono papiery CDO, ABS i podobne instrumenty, a także stracone kredyty udzielone firmom, innym bankom, bankowe skrypty dłużne i straty poniesione na posiadanym pakiecie akcji, które miały być zrealizowane od lipca 2007 r. do lutego 2009 r., za: Bloomberg-Liste, dostęp w dniu 27 II 2009 r.

[61] Sekretarza skarbu w gabinecie George'a W. Buscha.

[62] Nowy pakiet pozwalał na zwiększenie pierwotnie planowanej kwoty o ok. 150 mld USD i zawierał klauzule zabezpieczające podatników oraz małe i średnie przedsiębiorstwa przed skutkami kryzysu. Przejściowo zwiększono gwarantowaną przez *Federal Deposit Insurance Corporation* kwotę depozytów ze 100 do 200 tys. USD na depozytariusza. Szerzej m.in.: W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XX wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, Warszawa 2009, s. 138-152.

[63] Ogólną wartość toksycznych aktywów, które administracja zaczęła ostatnio eufemistycznie nazywać aktywami odziedziczonymi (*legacy assets*), szacuje się na 2 bln USD, choć cenę ich trudno w istocie ustalić.

W ramach tego pakietu przeznaczono 250 mld USD na wzmocnienie kapitałowe banków, przy czym połowę tej kwoty otrzymało dziewięć największych banków kraju (*Bank of America*, *Wells Fargo*, *JP Morgan Chase*, *Citigroup*, *Merrill Lynch*, *Goldman Sachs*, *Morgan Stanley*, *Bank of New York Mellon*, *State Street*). Oznaczało to, że praktycznie znaczna część zobowiązań tych instytucji finansowych stała się do czasu zwrotu długiem państwa. Z kolei bankom, które uzyskały dobre wyniki, umożliwiono wczesny zwrot pomocy. Przyjęcie zasady, że banki korzystające ze środków *TARP* muszą ograniczyć wynagrodzenie managerów, należy uznać za podstawową przyczynę starań zarządzających bankami do szybkiego zwrotu tej formy pomocy. Nastąpiło to do końca listopada 2009 r. (z wyjątkiem *Citigroup*[64]). To z kolei umożliwiło do końca 2009 r. rządowi amerykańskiemu oszacowanie poniesionych nakładów jedynie na około 500 mld USD[65]. Nałożono także i inne ograniczenia. Dotyczyły one m.in. obowiązku udzielenia informacji o wykorzystaniu tych środków, udzielonych kredytach, a także nałożono ograniczenia odnośnie do wypłacanych dywidend i kontroli przejęć. Warto podkreślić, iż działaniom tym towarzyszyły także inne posunięcia, w tym na uwagę zasługuje zmiana zasad sporządzania bilansów[66], jednakże nowe reguły bilansowania nie zapewniają takiej transparentności, jaka obowiązywała wcześniej.

Zasadniczą różnicą pomiędzy rozwiązaniem przyjętym w Stanach Zjednoczonych a np. brytyjskim[67] była obligatoryjność zasilenia finansowego instytucji, które nie spełniały określonych wymogów.

Duże znaczenie dla ponownego zdobycia zaufania na rynku międzybankowym należy przypisać ogłoszonym i nadzorowanym przez *FED* w maju 2009 r. testom obciążeniowym/testom warunków skrajnych (*Stresstest*)[68]. Chciano w ten

[64] Do 13 XII 2009 r. jedynie *Citigroup* nie zwrócił pomocy państwa udzielonej w dwóch transzach w wysokości 45 mld euro ze środków funduszu *TARP*, a także 300 mld USD rządowych gwarancji. We wrześniu 2009 r. rząd amerykański przekształcił 25 mld USD w akcje zwykłe banku. *Bank of America* uzyskał 45 mld USD pomocy i poinformował o całkowitym spłaceniu. W połowie 2009 r. rząd amerykański wydał zgodę 10 bankom na spłatę ich zadłużenia w stosunku do państwa z funduszu 700 mln TARP. US-Banken schütteln den Staat ab, Handelsblatt z dn. 13 XII 2009 r.

[65] Taką informację przekazał przedstawiciel amerykańskiego Ministerstwa Finansów w dniu 5 XII 2009 r., za: *Bankenrettung kommt USA billiger, als gedacht*, www.cash.ch/news/topnews, wgląd 13.12.2009 r.

[66] W tej sytuacji istniało prawdopodobieństwo, iż przyczyni się do nadspodziewanie dobrych wyników banków amerykańskich w I kwartale 2009 r. Z drugiej jednak strony, stanowił pozytywny sygnał dla inwestorów.

[67] Rząd brytyjski w październiku 2008 r. poinformował o wielkim programie rekapitalizacji banków brytyjskich i przyrzekł kwotę 50 mld £ na ich dokapitalizowanie, w tym aż 37 mld zasiliło *Royal Bank of Scotland.*

[68] Zagadnienia dotyczące testów warunków skrajnych są rzadko poruszane i pozostają bez ugruntowanych podstw teoretycznych, por. szerzej: G. Hałaj, *Przegląd metod badania płynności banków*, „Bank i Kredyt", lipiec 2008, s. 14-25.

sposób pozyskać wystandaryzowną informację na temat posiadanego przez banki portfela aktywów i kapitału. Miał on umożliwić odpowiedź na pytanie, czy instytucje te są wystarczająco przygotowane do przetrwania recesji głębszej od obecnej. Spośród 19 poddanych tej procedurze banków dziesięć nie spełniło kryteriów, a to oznaczało, że będą musiały utrzymywać większe rezerwy kapitałowe niż pierwotnie sądzono, w łącznej kwocie 74,6 mld dol.[69] W ich bilansach tkwił bowiem komponent różnych wcześniej nieprzewidywalnych zagrożeń, m.in. z tytułu ryzyka upadłości podmiotów będących stroną w transakcjach na rynku derywatów.

Test warunków skrajnych dał jego uczestnikom, i to także w przyszłości, możliwość sięgnięcia do środków państwowych w ramach *TARP* w formie zabezpieczonych papierów wartościowych, które mogą być w dowolnie wybranym przez państwo momencie zamienione w akcje zwykłe[70]. Natomiast banki mogą akcje uprzywilejowane z dotychczasowego programu pomocowego zamienić na papiery wartościowe *TARP*.

Obok celu długookresowego najważniejszym celem krótkookresowym było potraktowanie go jako kolejnej sekwencji w budowie zaufania na rynku międzybankowym. Jego konstrukcja umożliwiała bowiem identyfikację strat banków, które mogą się pojawić w kolejnych dwóch latach, w tym także wynikających z ryzyka zawartego w posiadanym portfolio papierów wartościowych, a nieuwzględnionych w bilansie zobowiązań. Przeprowadzono go dla dwóch skrajnych warunków − pozytywnego i negatywnego. Po otrzymaniu wyników i oszacowaniu potrzeb kapitałowych banki uzyskały pół roku na pozyskanie środków na prywatnym rynku kapitałowym. Wszędzie tam, gdzie zabiegi te okazały się niewystarczające, uzyskały one prawo do skorzystania z państwowej pomocy.

Test warunków skrajnych należy uznać za interesujący instrument. Okazałby się jednak zapewne lepszy w sytuacjach, gdy rynek traci zaufanie do pojedynczych banków, a nie − jak w trakcie obecnego kryzysu − odnosił się do całej branży.

Przygotowując plan Paulsona zakładano także możliwość wystąpienia większych niż 700 mld USD potrzeb kapitałowych. W tej sytuacji rząd amerykański mógłby posiadane akcje uprzywilejowane przekształcić w zwykłe akcje, a zabieg ten pozwoliłby niewielkim nakładem kosztów wzmocnić potrzeby kapitałowe tych instytucji.

Program pomocowy tzw. plan Geithnera, którego warunki ramowe zawarte są w *American Recovery and Reinvestment Act of 2009* (ARRA), to pakiet sty-

[69] Była to znaczna kwota, chociaż analitycy i Ben Bernanke, ówczesny prezes *FED,* uznali ten wynik za „uspokajający". Przykładowo na *Bank of America* nałożono obowiązek podwyższenia kapitału o 33,9 mld USD, na *Well Fargo* o 13,7 mld, na *GMAC* o 11,5 mld, a na *Citigroup* o 5,5 mld.

[70] Z 10% potrąceniem w stosunku do kursu sprzed 9 II. Papiery wartościowe *TARP* zapewniają dywidendę w wysokości 9%, a gdyby pomoc nie została zwrócona, po siedmiu latach miały być automatycznie przekształcone w akcje zwykłe.

mulujący rozwój gospodarki amerykańskiej[71] i zawiera przede wszystkim wiele elementów wspierających właścicieli domów, ale także określa zasady współudziału banków i mobilizacji rynku kapitałowego. Najbardziej interesującą jego częścią jest program inwestycyjnego partnerstwa publiczno-prywatnego (*Public--Private Investment Program*). Państwo ma w nim partycypować w wysokości do 1 mld USD[72], a jego środki mają być przeznaczone przede wszystkim na gwarancje kredytowe, a nie – jak to miało miejsce w odniesieniu do planu Paulsona – dokapitalizowanie banków[73]. Decyzja ta wydaje się słuszna, gdyż tego rodzaju działanie pozwala na zwiększenie bezpieczeństwa transakcji na rynku finansowym, podczas gdy zasilenie kapitałem zdaje się przyczynić do wypełnienia formalnych wymogów adekwatności kapitałowej. Warunkiem jest jednak zaufanie uczestników rynku do państwa.

Plan przewidywał także zakup toksycznych papierów znajdujących się nadal w bilansach banków. Nie można jednak pominąć faktu, że jego konstrukcja powoduje, iż ewentualne straty obciążą państwo, a nie prywatnego inwestora. Myślą przewodnią tej koncepcji było wykorzystanie prywatnego *know-how* inwestorów w celu wydzielenia z bilansów banków problematycznych pozycji i to za możliwie najbardziej odpowiednią cenę, a państwo zadeklarowało gotowość dofinansowania 50% kosztów ich nabycia[74]. Operacja ta stanowi możliwość oczyszczenia bilansów banków z papierów i kredytów udzielonych na nabycie nieruchomości i *de facto* przypomina interwencję chirurgiczną, która ma spowodować wzmocnienie całego organizmu. Należy jednak zauważyć, że dyskusyjny jest pomysł partnerstwa publiczno-prywatnego, chociażby dlatego, że w jeszcze mniejszym stopniu niż było to w przypadku realizacji planu Paulsona mamy do czynienia z transparentnością wykorzystania środków publicznych, a środki mające zapewnić płynność bankom zasilają je dopiero w sposób pośredni (przez fundusz).

[71] Pakiety koniunkturalne powstały w wielu krajach i dla państw grupy G20 oszacowno je na 1130 mld euro tylko dla lat 2008-2010, największy udział (46,8%) miał amerykański, chiński (14,3%), niemiecki (8,0%), państw UE – 13,9%, Japonii 6,7%, Rosji 3,2%, Korei Południowej 3,2%, Australii 2,8%, Kanady 2,8%, Arabii Saudyjskiej 2,4%, Meksyku 1,1%, a pozostałe państwa – 2,8%. Za: Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF), *Group of Twenty-Global Economic Policie and Prospects*, www.imf.org, dostęp w dniu 19 III 2009 r.

[72] Przekazano do niego także ok. 75 do 100 mld USD, które nie zostały wykorzystane we wcześniejszym programie ratowania banków.

[73] Ze środków *TARP* do tej pory przekazano 141 mld USD państwowego kapitału udziałowego, a więc znacznie mniej niż początkowo oczekiwano.

[74] Plan zakłada, że w bilansach banków znajdują się dwa typy papierów niskiej jakości, które są wynikiem kryzysu na rynku nieruchomości, tj. bezpośrednie wierzytelności (*Legacy Loans*) w stosunku do właścicieli nieruchomości oraz pośrednie wierzytelności w formie papierów ABS, CDO i innych o podobnej konstrukcji (*Legacy Securities*). Państwo partycypuje w 50% w nabyciu obu grup wierzytelności, jednakże przyznany równocześnie kredyt wolny od regresu w pierwszym przypadku stanowi dwunastokrotną kwotę zaangażowania środków własnych, a w drugim jednie dwukrotną.

Nie ulega wątpliwości, że niezależnie od krytyki, z jaką spotkały się oba plany, przyczyniły się one jednak do stabilizacji nie tylko rynku amerykańskiego, a dodatkowo plan Geithnera został także bardzo pozytywnie przyjęty przez giełdę.

7. Niemiecki program pomocowy

Znaczący udział banków niemieckich w Eurosystemie[75] powoduje, że warto przybliżyć rządowy pakiet ratunkowy przygotowany i wdrożony w tym kraju, chociaż rząd podejmował działania na rzecz stabilności systemu także w miesiącach poprzedzających jego uruchomienie (zwłaszcza po upadku banku *Lehman Brothers*)[76].

Stało się oczywiste, że w dobie globalizacji, rozwoju nowoczesnych instrumentów rynku finansowego i postępującej internacjonalizacji działalności banków, należy liczyć się z konsekwencjami wynikającymi dla banków krajowych. Rząd niemiecki dążąc do zapobieżenia niepokojom na rynku i przeciwdziałając „runowi na banki" udzielił już 5 X 2008 r. gwarancji dla depozytów złożonych w bankach.

Początkowo dyskusje dotyczące zaangażowania państwa koncentrowały się w Niemczech właściwe na skonstruowaniu modelu pomocy opartego na dwóch filarach. W ramach pierwszego z nich banki miały zostać zasilone kapitałem przez państwo, w ramach drugiego proponowano utworzenie instytucji, do której zostaną przeniesione toksyczne papiery znajdujące się w bilansach banków. Istniała jednak zgodność co do tego, że z reguły papiery te były produktami skomplikowanymi i bez rynkowej wyceny. Otwartą kwestią pozostawało w tej sytuacji pytanie o cenę, za jaką państwo ma przejąć te papiery. Wycena na niskim poziomie mogła bowiem generować powstanie nowych „dziur", a z kolei zbyt wysoka wiązała się z zapłaceniem politycznej ceny przed podatnikami. Interwencja w tym obszarze państwa

[75] W końcu 2007 r. mimo tendencji spadkowej udział sumy bilansowej niemieckich Monetarnych Instytucji Finansowych (MIF) w Eurosystemie ukształtował się na poziomie 26%. Por. Bundesverband deutscher Banken, *Überblick über das Bankgewerbe der Europäischen Union*, Dezember 2008, s. 15.

[76] Państwo zaangażowało się już na przełomie lat 2007/08 w ratowanie *IKB Deutsche Industriebank,* specjalizującego się w finansowaniu przedsiębiorstw w Niemczech i w Europie. Na poczatku 2009 r. skupiono się na działaniach zmierzających do wypracowania zasad upaństwowienia banków, a impulsem stała się sprawa *Hypo Real Estate*, jednego z największych banków Niemiec, wchodzącego w skład DAX30. Do utraty płynności przyczyniły się operacje realizowane przez przejętą parę miesięcy wcześniej irlandzką spółkę *DEPFA Bank pcl*. Była ona największym na świecie bankiem specjalizującym się w finansowaniu państw, nieruchomości przemysłowych i projektów infrastrukturalnych. Spółka była jednym z największych emitentów − obdarzanych wielkim zaufaniem inwestorów − listów zastawnych, w tym także tzw. *Jumbo*.

oznaczała nie tylko „wykupienie" już istniejących zobowiązań, ale także stanowiła swoistego rodzaju gwarancję dla ewentualnego przyszłego zaangażowania, co oczywiście dodatkowo musiało wpłynąć stabilizująco na rynek finansowy.

W RFN większość ekspertów opowiadała się za przejęciem, tj. *de facto* nacjonalizacją banku, chociaż jako rozwiązanie *ultima ratio*. Odwoływano się do casusu Szwecji w latach dziewięćdziesiątych XX w., gdzie to przejęte banki i papiery wartościowe zostały bez większych strat później sprzedane[77]. Zdawano sobie jednak sprawę, że nacjonalizacja jest sprzeczna z gospodarką rynkową i wydaje się politycznie ekstremalnie niebezpieczna. Podkreślić należy, iż w wielu państwach opcja „nacjonalizacyjna" nie jest możliwa ze względu na ograniczenia konstytucyjne. Jednakże w niemieckiej Ustawie Zasadniczej (art.14 poz. 3) wbudowany jest tzw. *Socialisierungsartikel,* dający podstawę prawną do przeprowadzenia wywłaszczenia „dla dobra ogółu"[78].

Wykorzystano go, poszukując rozwiązania umożliwiającego przejęcie przez państwo i wycofanie z obrotu giełdowego *Hypo Real Estate*, jednego z największych banków Niemiec[79] i to wbrew woli mniejszościowych akcjonariuszy. Pozwoliło ono na przygotowanie strategii przejęcia banku, w ramach tzw. *Squeeze-Out*, oznaczającego przymusowe zaspokojenie roszczeń dotychczasowych akcjonariuszy[80]. To przejęcie, aczkolwiek oceniane jako „czarny dzień dla demokracji w Niemczech", należy uznać za uzasadnione, gdyż bank nie miał możliwości pozyskania środków na rynku, a i jego akcjonariusze nie chcieli i nie byli w stanie pokryć poniesionych przez niego strat.

W RFN pomiędzy wrześniem 2008 r. a lipcem 2009 r. przygotowano trzy wielkie pakiety ustaw. Na podkreślenie zasługuje niezwykle szybkie tempo uzgodnień z partnerami europejskimi oraz przyjęcie ich przez właściwe narodowe organa ustawodawcze[81]. Na niemieckie instytucje finansowe, w odróżnieniu od amerykańskich (plan Paulsona), nie nałożono jednak zasady obligatoryjności co do przyjęcia pomocy. Trudno jest jednoznacznie stwierdzić, które z rozwiązań jest bardziej efektywne. Należy jednak zauważyć, że rozwiązanie niemieckie sprawia, iż banki bojąc się stygmatyzacji zbyt długo nie informują rynku o swojej niekorzystnej sytuacji.

[77] To rozwiązanie zabezpieczało równe taktowanie i gwarantowało, że „dofinansowanie" nie będzie źródłem wypłaconej dywidendy, tylko przeznaczone na sanację banku.

[78] Art. 14, poz. 3, dopuszczający wywłaszczenie ze względu na „dobro ogółu", *Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland*, z 23 V 1949 r., uzupełniany i zmieniany, ostatnio 29 VII 2009 r., (*Bundesgesetzblatt* , *BGBl* I s. 2248).

[79] Do utraty płynności przyczyniły się operacje realizowane przez przejętą parę miesięcy wcześniej irlandzką spółkę *DEPFA Bank pcl*.

[80] Akcjonariusze dysponujący mniejszościowym pakietem akcji mieli otrzymać 1,30 euro za akcje, stąd domagali się prawa pierwokupu, gdyby bank miał pojawić się ponownie na giełdzie, za: www.tageschau.de w dn. 6 X 2009 r.

[81] Sam projekt został przygotowany poza rządem niemieckim, przez kancelarię prawną.

Przygotowany pakiet ustaw miał na celu ochronę banków i rynku finansowego przed efektem domina i ograniczenie dzięki temu skutków kryzysu. Nadto przyczynił się do realizacji co najmniej dwóch celów o znaczeniu strategicznym. Po pierwsze, zahamował proces topnienia kapitałów własnych banków, spowodowany odpisami na straty z tytułu posiadanych przez nie „toksycznych" papierów wartościowych. Po drugie, rząd niemiecki zapewnił w roku wyborów parlamentarnych[82] przyjęcie rozwiązań dających podatnikom złudzenie ochrony przed nowym ryzykiem.

Pakiet pomocowy dla banków zbudowano na trzech filarach. Pierwszy tworzy ustawa przyjęta 17 października 2008 r. o stabilizacji rynku finansowego (*Finanzmarktstabilisierungsgesetz,* FMStG)[83]. Daje ona podstawę prawną do podejmowania działań zapewniających płynność instytucjom finansowym z siedzibą w Niemczech. Umożliwia państwu udzielenie im gwarancji, a tym samym zabezpiecza kredyty dla gospodarki. W ramach drugiego filaru umożliwiono bankom uzyskanie, według określonych zasad, bezpośredniej pomocy kapitałowej. Podstawę prawną do utworzenia funduszu pomocowego (*Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz*, FMStFG) tworzy art. 1 FMStG. W ramach trzeciego filaru banki zyskały możliwość przekazania do specjalnej instytucji (*Bad Bank*) problematycznych aktywów[84] i tym samym uzyskania zdolności do zwiększenia zaangażowania kredytowego. Warto dodać, że jednocześnie dokonano nowelizacji prawa upadłościowego i przepisów o ugodzie[85].

---

[82] Odbyły się w październiku 2009 r.

[83] Jest to artykuł uzupełniający ustawę, zob. BGBl. I s. 1982, przyjęty w dniu 16 X 2008 r. i obowiązuje od 20 X, por. *Gesetz zur Umsetzung eines Maßnahmenpakets zur Stabilisierungs des Finanzmarktes* (FMStG), ostatnia nowelizacja dot. Art. 1 i miała miejsce w dniu 24 IX 2009 r., BGBl I s. 3151.

[84] Mogą być przekazane także przez spółki ubezpieczeniowe i in.

[85] Federalny minister sprawiedliwości zmienił prawo obowiązujące w tym zakresie w taki sposób, aby (przynajmniej w teorii) ratować przed upadkiem szczególnie średniej wielkości firmy. To oznacza, że od tej chwili zadłużenie, jednakże tylko czysto bilansowe, nie będzie wystarczającą przesłanką do wdrożenia postępowania upadłościowego. W okresie poprzedzającym nowelizacje firma musiała już w trzy tygodnie po wystąpieniu tego rodzaju czysto bilansowego zadłużenia zgłosić upadłość. Przyjęcie tego rozwiązania wynikało z faktu, iż przedsiębiorstwa, które są w posiadaniu gwałtownie tracących na wartości rynkowej akcji i nieruchomości, musiałyby natychmiast ogłosić upadłość. Postanowiono także, że banki, które uzyskają kapitał od państwa, nie otrzymają go bezwarunkowo, a to oznacza np. że menagerowie banków będą mogli korzystać z ograniczonych pełnomocnictw, a ich wynagrodzenia będą podlegały „zewnętrznej" ingerencji. Minister finansów proponował, aby w tych sytuacjach wynagrodzenie ograniczyć do 500 tys. euro rocznie, a także zakazać przyznawania bonusów, odpraw i dywidend (ale nie wiadomo było, czy także dla akcjonariuszy). Przedsiębiorstwa uzyskały ponadto prawo do zmiany zasad sporządzania bilansów i to już od III kw. 2008 r. Kryzys finansowy spowodował bowiem, że trudno jest przypisać realną wartość wielu instrumentom finansowym. Podobną decyzję podjął także *International Accounting Standards Board* (*IASB*) raz amerykański nadzór giełdowy *Securities Exchange Commission* (*SEC)*, do którego dołączyła Unia Europejska. Zostało również zmienione prawo o akcjach. To oznacza, że w przyszłości zwiększenie kapitału przez spółkę może odbywać się także bez zgody Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy i jedynie za przyzwoleniem Rady Nadzorczej i Zarządu. Wystarczającą przesłan-

Rząd niemiecki uważał, że tego rodzaju kompleksowa pomoc udzielona bankom przyczyni się do ożywienia gospodarki kraju i stabilizacji stanu średniego, a zatem pozwoli na realizację priorytetowych dla władz celów polityki gospodarczej i społecznej. Możliwość skorzystania z jednej lub więcej form pomocy jest uzależniona jednak od spełnienia określonych warunków.

Kluczową rolę w działaniach podejmowanych na rzecz stabilizacji rynku przypisać należy utworzonemu funduszowi pomocowemu (*Finanzmarktstabilisierungsfonds*, *SoFFin*[86]), umiejscowionemu w *Deutsche Bundesbank*. Został on zasilony kwotą 400 mld euro w części przeznaczonej na gwarancje i 80 mld euro z przeznaczeniem na bezpośrednią pomoc kapitałową. Pod względem prawnym jest on majątkiem odrębnym federacji, tj. pozostającym poza jej budżetem. Jest zarządzany przez utworzony we Frankfurcie nad Menem − Zakład Stabilizacji Rynków Finansowych (*Finanzmarktstabilisierungsanstalt*, *FMSA*), nad którym nadzór prawny i fachowy sprawuje Federalne Ministerstwo Finansów. Swoich przedstawicieli delegował także urząd kanclerski, ministrowie gospodarki i sprawiedliwości, *Bundesbank* i poszczególne kraje federacji. Zasilono go środkami pochodzącymi z emisji skryptów dłużnych, dla których górną granicę emisji wyznaczono na poziomie 100 mld euro, natomiast w celu ułatwienia bankom refinansowania fundusz korzysta z nowych instrumentów finansowych. Federacja udzielając gwarancji zachowała prawo do kontroli polityki handlowej banku, może także stanowić w kwestiach dotyczących wypłat wynagrodzeń i dywidendy.

Udzielenie gwarancji wiąże się z zapłaceniem prowizji, ustalanej indywidualnie dla każdego banku. Jej wysokość jest uzależniona od wyceny ryzyka, ale nie może przekroczyć 2% w stosunku rocznym. Banki mogą uzyskać gwarancje kredytowe do 36 miesięcy, a wszystkie umowy muszą zostać rozwiązane do końca 2012 r. Rząd niemiecki zakłada, że prawdopodobnie około 5% tej kwoty nie zostanie przez banki zwrócone, co oznacza konieczność zabezpieczenia 20 mld euro w budżecie federacji.

Ustawa z czerwca 2009 r.[87] uzupełniła dotychczasową pomoc o dwa dalsze instrumenty. Oznacza to, że ze środków funduszu *SoFFin* w zamian za akcje można zasilić banki nowym kapitałem. Może on być przekazany przejściowo w formie

ką do skorzystania z tego rozwiązania jest przeprowadzenie emisji akcji, zabezpieczonej depozytem wspomnianego już funduszu stabilizacji rynku finansowego, aczkolwiek rozwiązanie to obowiązywało do końca 2009 r.

[86] Ze względu na jego czasowe ograniczenie określany jest potocznie jako „nadzwyczajny fundusz finansowej stabilizacji rynków" (*Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung* (*SoFFin*)). Fundusz został ustanowiony 17 X 2008 r. na mocy Ustawy o stabilizacji rynków finansowych, 9 IV 2009 r. weszła w życie Ustawa o dalszej stabilizacji rynku finansowego (*Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz*), a 23 VI 2009 r. kolejna – Ustawa o kontynuowaniu rozwoju stabilizacji rynku finansowego (*Gesetz zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung*), BGBl I 2009/43, s. 1980-1989.

[87] Na mocy ustawy *Gesetz zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung*.

kapitału hybrydowego, w postaci papierów wartościowych (m.in. tzw. *Genussscheine*), potwierdzających jednakże tylko czysto finansowe prawa (np. do udziału w zysku lub zysku z likwidacji tej instytucji), a zatem nie uprawnia jego posiadacza do wykonywania praw korporacyjnych. Również i w tym przypadku państwo może domagać się za tę usługę rynkowego wynagrodzenia, chociaż nie może ono przekroczyć 10 mld euro w odniesieniu do pojedynczej instytucji. Bank musi także zabezpieczyć kredytowanie małych i średnich przedsiębiorstw.

Na rekapitalizację banków przeznaczono 70 mld euro plus rezerwę 10 mld euro. W tym przypadku rząd niemiecki ma nadzieję, że tego rodzaju działania nie będą podejmowane lub jedynie w bardzo ograniczonym stopniu. Nadto podkreślić należy, iż nie jest do tej pory jasne, w jaki sposób w przyszłości państwo wyzbędzie się posiadanych udziałów w bankach.

Wspomniana ustawa określana popularnie jako ustawa o *Bad Bank* adresowana jest do banków, które w portfelach posiadają nadal niskiej jakości aktywa. Szacunki dokonane na zlecenie władz Niemiec informowały o kwocie 230 mld euro[88]. Stąd też w ramach trzeciego filaru utworzono, zakotwiczoną we wspomnianym już Funduszu Stabilizującym Rynek Finansowy (*SoFFin*), instytucję zwaną popularnie *Bad Bank*. Należy podkreślić, że tego rodzaju fundusz stanowi alternatywę dla nacjonalizacji banku, czyli ograniczenia wpływów państwa przez przejęcie w nim części udziałów.

Myślą przewodnią wspomagającą koncepcyjne opracowane tego instrumentu było dążenie do stworzenia instytucji, której działalność pozwoli na pozostawienie strat poniesionych przez banki u ich właścicieli, a nie przeniesienie ich na podatników. Kierując się tą zasadą rząd wyraził zgodę na utworzenie instytucji przejmującej ryzykowne papiery[89], chociaż w przypadku ostatecznej utraty przez nie wartości koszty poniosą banki. Wyseparowanie z bilansów banków tych wartości stwarza jednocześnie możliwości udzielenia nowych kredytów. Została określona górna granica przekazania pakietu, która nie może przekroczyć 5 mld euro. Fundusz (*Bad Bank*) zabezpiecza sobie także otrzymanie rynkowego oprocentowania za udzieloną pomoc, a w przypadku gdyby papiery te przyniosły stratę w momencie ich ostatecznego rozliczenia, może to zobowiązać beneficjenta tego rodzaju pomocy do wypłaty w okresie późniejszym kwot wyrównawczych.

Bad Bank posiada przejrzystą, choć nieco skomplikowaną konstrukcję, co wynika ze specyfiki niemieckiego systemu bankowego. Odgrywają w nim znaczącą rolę banki publicznoprawne, a znajdujące się w tej grupie własnościowej banki krajów federacji (*Landesbanken*) poniosły dotkliwe straty w czasie kryzysu. Zostały one zrekapitalizowane już w okresie wcześniejszym przez swoich właścicieli, głównie kraje federacji[90]. Tego rodzaju pomoc publiczna nie została jednak

[88] *EU gibt grünes Licht für Bad Bank-Gesetz*, „Handelsblatt" z 31 07 2009 r.

[89] Wnioski należy zarejestrować do końca stycznia 2010 r.

[90] Między innymi *BayerLB* otrzymał 10,0 mld euro pomocy kapitałowej i gwarancje, *HSH*

uwzględniona jako „pomoc państwa" i jedynie zawarta jest w sprawozdaniach Komisji Europejskiej (tab. 5).

Z oferty *Bad Bank* mogą skorzystać wszystkie banki, niezależnie od ich formy prawnej i struktury własnościowej, ale w ramach właściwego dla nich modelu. Istnieje zatem możliwość przeniesienia znajdujących się w bilansach banków zarówno ryzykownych, strukturyzowanych papierów wartościowych[91], jak i całych obszarów działalności uznanych za niestrategiczne dla głównego profilu przyszłej działalności operacyjnej do spółki celowej (*Zweckgesellschaftsmodell*). Także ten model likwidacji trudnych pozycji bilansowych ma dwa warianty, a mianowicie przewiduje utworzenie instytucji na poziomie federacji w ramach FMSA[92] i formuła ta adresowana jest do notowanych na giełdzie banków prywatnych lub w ramach drugiego wariantu zakłada utworzenie podobnej instytucji, ale na poziomie kraju federacji. To drugie rozwiązanie przewidziane jest dla *Landesbanken* (model *AIDA)*[93].

Należy podkreślić, iż stworzenie takiej struktury ma szansę wspomóc oczekiwaną od dawna restrukturyzację sektora bankowego, w obszarze własnościowym i zwiększyć jego koncentrację[94].

Ponieważ *Bad Bank* nie jest instytucją kredytową, więc obowiązują ją inne reguły księgowania tych pozycji, m.in. mogą w swoich bilansach te niskiej jakości papiery trzymać, i to aż do terminu ich zapadalności, według wartości księgowej. Jeżeli okaże się, że w dniu ich zapadalności wartość rynkowa papierów będzie niższa od ich wartość księgowej, to *SoFFin* pokryje różnicę, ale spółka celowa może przez maksymalnie 20 lat domagać się tzw. należności wyrównawczej (*Ausgleichsbetrag*). Będzie ją płacił w ratach bank, a to może oznaczać mniejszą dywidendę dla akcjonariuszy i zapewne nie spotka się z ich aprobatą. Władze Niemiec są świadome, że proces oczyszczania bilansów banku będzie długotrwały.

Powstaje oczywiście pytanie o parametry, jakie muszą spełniać papiery przekazywane do *Bad Bank*. Zarówno banki, jak i holdingi finansowe, a także ich krajowe i zagraniczne spółki „córki" mogą przekazać tylko papiery ze swojego portfolio spółkom celowym (*Special Purpose Vehicle,* SVP), nabyte przed 31 grudnia 2008 r. i to według ich wartości księgowej z połowy 2008 r., ale pomniejszonej zgodnie

Nordbank − odpowiednio 5 mld euro i 10 mld euro.

[91] Instrumenty rynku kapitałowego, które z reguły oznaczają klasyczne instrumenty o stałej lub zmiennej stopie procentowej powstałe w kombinacji z derywatami finansowymi.

[92] *Finanzmarktstabilisierungsanstalt*.

[93] 27 XII 2009 r. został utworzony jako *Erste Abwicklungsanstalt*. W pierwszym etapie zaplanowano przejęcie 6 mld euro puli papierów, a w etapie II – do końca kwietnia 2010 r. pakiet szacowny na 85 mld euro. Bank ten został utworzony dla WestLB, za: www. Handelsblatt.com/unternehmen /-b=2499425 wgląd 14 XII 2009 r.

[94] Bankowość w Niemczech cechuje najniższy poziom koncentracji wśród wszystkich państw UE.

Tabela 5. Pomoc zatwierdzona przez Komisję Europejską i udzielona bankom w państwach członkowskich UE od 2008 r. do 11 XI 2009 r. w mld euro

Kraj	Łączna kwota	Łączna kwota zatwierdzona w 2008 r.	W tym:								
			dotacje	udziały kapitałowe		pożyczki o obniżonym oprocentowaniu		gwarancje		ogólny wolumen środków antykryzysowych	
				1	2	1	2	1	2	1	2
Belgia	288,31	255,15		16,40	11,70			30,40	6,08	46,80	17,78
Dania	599,75	585,44		0,50	0,50	2,35	2,35	0,00	0,00	2,85	2,85
Niemcy	589,13	545,23	8,89	11,20	11,20	23,78	3,17	137,10	27,90	180,94	51,14
Irlandia	388,50	376,00						355,76	35,58	355,76	35,58
Grecja	28,00	28,00									
Hiszpania	250,00	250,00						99,13	0,93	99,13	0,93
Francja	345,95	341,25		11,50	11,50			31,40	4,98	42,90	16,48
Włochy	20,00	20,00									
Cypr	3,00										
Łotwa	7,44	7,44				0,96	0,96			0,96	0,96
Luksemburg	7,26	7,00		2,50	2,50			1,50	0,30	4,00	2,80
Węgry	6,03										
Holandia	240,54	217,75		10,75	10,75	3,0	3,00	3,34	0,33	17,09	14,08
Austria	90,10	90,00									
Polska	10,00										
Portugalia	24,45	20,00						4,30	0,43	4,30	0,43
Słowenia	12,00	12,00									
Finlandia	54,00	50,00						0,12	0,00	0,12	0,00
Szwecja	155,32	150,52		0,25	0,25	0,00	0,00	1,14	0,11	1,39	0,36
W. Brytania	512,17	405,15	5,02	46,47	46,47	2,86	0,43	146,93	16,83	201,28	68,75
UE - 27	3631,94	3360,92	13,89	99,57	94,87	32,95	9,92	811,12	94,48	957,52	212,15

1 – wartość nominalna, 2 – udzielona pomoc do 11 XI 2009 r.

Źródło: Staatliche Beihilfen: Kommission der Europäischen Gemeinschaften, *Bericht für staatliche Beihilfen – Frühjahrausgabe 2009*, KOM (2009/164), Bruksela 8.04.2009 i *Laut Beihilfenanzeiger in der Finanzkrisestark angestiegen, aber nicht zulasten des Binnenmarkts*, IP/09/1884, z 7. 12.2009

z wymaganiami Komisji UE o 10% wartości[95]. W zamian otrzymują od SVP obligacje gwarantowane przez wspomniany już Specjalny Fundusz Stabilizacji Rynku Finansowego (*SoFFin*).

Wyseparowanie z bilansu problematycznych zaangażowań oznacza zatrzymanie spirali odpisów. Wzmocnione w ten sposób banki uzyskują zdolność do zwiększenia zaangażowania kredytowego, a zatem przyczyniają się do ożywienia gospodarki kraju i stabilizacji stanu średniego, co pozostaje jak już wspomniano, priorytetem dla władz. Należy jednak pamiętać, że powstanie tego rodzaju instytucji jest ostatnim ogniwem w całej sekwencji pomocy udzielanej przez państwo i stało się to w sytuacji, gdy dotychczasowe środki okazały się niewystarczające.

Management banków jest w swej większości sceptycznie nastawiony do tego rozwiązania, uważa bowiem, że zwrócenie się do *Bad Bank* oznacza utratę reputacji na rynku finansowym i wiąże się z przyjęciem wielu rygorów i ograniczeń, w tym także testu warunków skrajnych (*Stresstest*) i akceptacji wynagrodzeń dla zarządu banku na poziomie 500 tys. euro. Krytyczny stosunek prywatnych banków do tego modelu wynika także z przeświadczenia, iż stawia się im wymagania wyższe niż bankom amerykańskim czy brytyjskim.

Nieco odmienne rozwiązanie przyjęto w odniesieniu do tzw. modelu AIDA. Istnieje w nim dodatkowe zabezpieczenie, a mianowicie odpowiedzialność współwłaścicieli za poniesione straty. Również i w tym przypadku przewidziano możliwość przeniesienia całych obszarów działalności tych banków, co również ma w przyszłości ułatwić proces koncentracji sektora bankowego.

W efekcie model AIDA spotkał się z mieszaną oceną banków sektora publicznoprawnego. Publicznoprawne kasy oszczędnościowe akceptują Model SVP, natomiast odrzucają najnowszy model dla banków krajowych, który czyni je przecież współodpowiedzialne za poniesione przez nie straty.

Należy zauważyć, iż realizacja tej koncepcji może w efekcie przyczynić się do dalszego zwiększenia udziałów państwa w bankach. Potrzeby kapitałowe tych instytucji w Niemczech pozostają bowiem nadal bardzo znaczne[96]. Thomas Hartmann-Wendels[97] odnoszący się krytycznie do działań państwa, twierdzi jednak, iż *Bad Bank* należy zaakceptować i pochwalić wmontowaną w tę koncepcję ochronę podatnika, co z pewnością jest lepszym rozwiązaniem niż brak takiego wehikułu.

W końcu sierpnia 2010 r. wykorzystano 152,6 mld euro (tj. 45% ogółu środków) w ramach środków przewidzianych na gwarancje oraz 29,3 mld (odpowied-

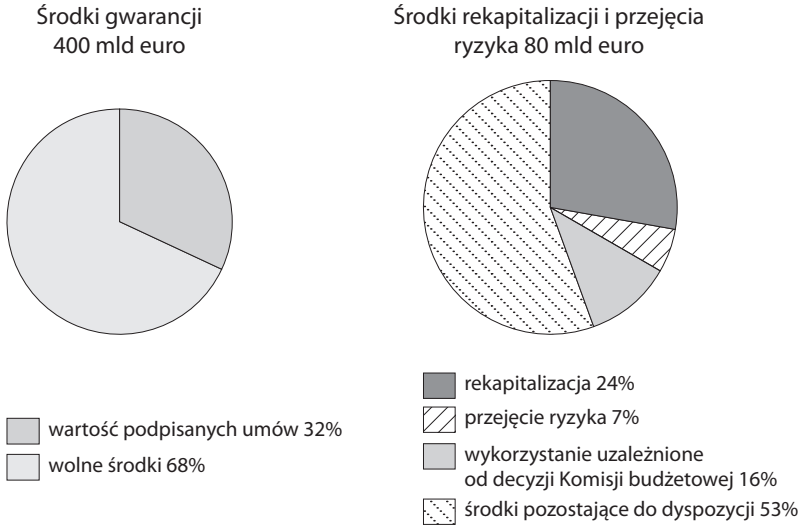
[95] Warto warunek ten wyeksponować, gdyż niektórzy analitycy, ale także banki miały nadzieję na miliardowe dochody nadzwyczajne.

[96] Między innymi *JP Morgan* oceniał, że tylko *Commerzbank* potrzebuje jeszcze ok. 10 mld euro. Jeżeli nie pozyska tej kwoty na rynku z emisji papierów wartościowych, to państwo kupi te papiery, stając się właścicielem większościowym banku.

[97] Dyrektor *Institut für Bankwirtschaft und Bankrecht* w Kolonii.

nio blisko 37%) na rekapitalizację i przejęcia[98], a to oznacza, że jego finansowe kotwice nie zostały przez banki wyczerpane, aczkolwiek wzrasta wartość podpisanych umów (rys. 2). Dowodzi to, iż banki w trosce o swoją pozycję i zaufanie na rynku nadal ociągają się z podejmowaniem decyzji o skorzystaniu z jego możliwości lub (co należy uznać za mniej prawdopodobne) ich zdolność do rozwiązywania problemów we własnym zakresie jest wyższa niż należało tego oczekiwać[99].

Za prawdziwością pierwszego ze stwierdzeń przemawiają m.in. szacunki dokonane przez *Deutsche Bundesbank* i Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Według nich niemieckie banki odpisały jedynie 50% swoich zagrożonych papierów wartościowych, a do końca 2010 r. banki na świecie będą musiały dodatkowo odpisać 120 mld euro[100]. Poza tym prywatne banki, które powinny być głównymi beneficjentami systemu, nie chcą i nie są gotowe do przyjęcia tego rozwiązania. Głównym hamulcem jest nie tylko brak dywidendy, ale i obawa przed przedłożeniem swoich papierów do oceny przez rewidenta gospodarczego.



Rysunek 2. Wykorzystanie środków Nadzwyczajnego Funduszu Stabilizacji i Rynku Finansowego − stan na 8 X 2009 r.

Źródło: www.soffin.de/fonds.php?sub=2, wgląd 11 XI 2009 r.

[98] Pomoc z Soffin uzyskały *Commerzbank* (18,2 mld euro), *Hypo Real Estate* (7,7 mld euro), *WestLB* (3 mld euro) i *Aareal Bank* (525 mln euro). Ten ostatni jako pierwszy zwrócił w 2010 r. 150 mln euro, www.soffin.de/fonds.php?sub=2, wgląd 26 IX 2010 r.

[99] Niemiecki rząd umożliwił swoim bankom w lipcu 2009 r. przeniesienie toksycznych papierów do specjalnego *Bad Bank*, ale uczyniły to do końca listopada 2009 r. tylko nieliczne.

[100] www.handelsblatt.com/themen/_p=909,qtxo=FMSA+Finanzmarktstabilisierungsanstalt z 4 XII 2009 r.

Zwraca uwagę wykorzystanie środków przewidzianych w pakiecie gwarancyjnym, gdyż wyraźnie widoczny jest także uboczny niejako skutek tego działania. Państwowe gwarancje umożliwiły lub co najmniej ułatwiły bankom pozyskanie środków na rynku i to nie tylko w Niemczech. Bank Rozrachunków Międzynarodowych szacuje, że banki tylko do maja 2009 r. pozyskały je w łącznej wysokości 700 mld euro[101]. Pozyskane przez poszczególne banki środki na rynku finansowym nie odzwierciedlają jednak siły każdej z instytucji, a raczej, jak się wydaje, pozycję stojącego za nim państwa, a to oznacza nadwyrężenie zasad działania w gospodarce rynkowej.

Wspomniany już T. Hartmann-Wendels twierdzi także, że obecna konstrukcja pomocy na rzecz sektora bankowego w Niemczech nie zapewnia lepszego kredytowania gospodarki i jego zdaniem udałoby się lepiej postulat ten zrealizować w innym modelu, w którym ryzyko przeszłyby w większym stopniu na państwo[102].

8. Czy można oszacować i ocenić pomoc państwa na rzecz sektora bankowego?

Nadal trudno jest ocenić pomoc udzieloną bankom przez poszczególne państwa, zwłaszcza od jesieni 2008 r. do wiosny 2009 r., tak w odniesieniu do poniesionych nakładów finansowych, jak i jej wpływu na sytuację rynkową. Przyczyn należy upatrywać w niepełnych danych, publikowanych z dużą powściągliwością przez właściwe instytucje państwowe. Nadto część środków państwo zaangażowało w sposób przejściowy (pomoc kapitałowa, rozliczenie puli aktywów niskiej jakości)[103]. Nie ułatwiają tej oceny również banki we własnych sprawozdaniach. Należy także przyjąć, że w bilansach banków tkwią jeszcze znaczących rozmiarów niskiej jakości aktywa, a instytucje kredytowe czekają do dnia ich zapadalności, co oznacza podjęcie w przyszłości dalszych działań na rzecz stabilności sytemu. Warto jednak w odniesieniu do krajów Unii Europejskiej odwołać się do przygotowanych sprawozdań Komisji Europejskiej (tab. 5). Ocenia ona, że pomoc wypła-

[101] Za: H. G. Nagi, *Billionen für die Finanzwirtschaft*, „Handelsblatt" z 7.09.2009.

[102] T. Giersch, *Bad Bank , Ich bezweifle, ob die Banken zugreifen*, „Handelsblatt" z 13 V 2009 r.

[103] Między innymi rząd amerykański przejął 27% akcji *Citibank*, a udzielona pomoc wyniosła 45 mld USD. Pierwsza transza akcji, która w kwietniu 2010 r. została sprzedana, zapewniła zysk z jednej akcji w granicach 45%. Por. A. Dörner, *Staat macht mit Citigroup Kasse*, „Handelsblatt" z 27 IV 2010 r. Banki austriackie uzyskały od grudnia 2008 r. 5,42 mld euro z państwowego pakietu pomocowego, a w końcu maja 2010 r. *Erste Group* przekazał 98 mln euro dywidendy (1,22 mld euro pomocy kapitałowej), a *Raiffeisen Zentralbank* wypłaci 140 mln euro (1,75 mld euro), www.wienerzeitung.at, 24.09.2010.

cona bankom w krajach UE wyniosła tylko w 2008 r. 212 mld euro, tj. 1,7% PKB. Na znacznie jednak wyższym poziomie ukształtował się wolumen przyrzeczonej pomocy (w połowie listopada 2009 r. osiągnął 3,63 bilionów euro)[104].

Zarzut braku transparentności można również sformułować w odniesieniu do amerykańskich pakietów ratunkowych − tu maksymalne szacunki sięgają nawet 23 700 mld USD[105] (kwota ta nie dotyczy tylko bankowych pakietów pomocowych). Spośród 13 państw Unii Europejskiej (UE), które przeznaczyły środki finansowe na ratowanie banków od początku kryzysu *subprime* do końca listopada 2009 r., najwięcej, bo aż 850 mld £, „wpompowała" w ratowanie systemu finansowego Wielka Brytania (*Royal Bank of Scotland*, *Lloyds Banking Group*), w tym 130 mld £ to bezpośrednia pomoc kapitałowa, pozostałe środki przeznaczone były na utrzymanie płynności, gwarancje i poręczenia[106]. Na miejscu drugim znalazły się Niemcy[107]. Należy jednak podkreślić, że pierwotnie przyrzeczone środki szacowano na 20-30% PKB poszczególnych państw. Na przełomie 2008/09 r. rzeczywiste wydatki ocenia się na ogółem 3,5 % PKB państw skupionych w G20[108].

Niezależnie od wielkości dostępnych szacunków, prawdziwe pozostaje twierdzenie, że banki na całym niemalże świecie zostały zasilone głównie na mocy decyzji rządowych, ale także i inwestorów prywatnych, bilionami dolarów i euro. Pomoc państwa realizowano w dwóch fazach. Pierwsza *ad hoc* adresowana była głównie do pojedynczych uczestników rynku finansowego, druga − w ramach kompleksowych programów pomocowych (wzmocnienie kapitałów własnych banków, gwarancje, pożyczki uprzywilejowane, dotacje, gwarancje państwa i wehikuły dla toksycznych wartości bilansowych). Z reguły jednak to właśnie te wykorzystano w mniejszym stopniu od ich wartości nominalnej. Najważniejszym ich celem było utrzymanie płynności banków, zapewnienie im kapitału umożliwiającego prowadzenie działalności handlowej, budowa zaufania do i pomiędzy uczestnikami rynków finansowych, a w efekcie ochrona gospodarki realnej i jej stabilizacja.

Największe kompleksowe programy pomocowe uruchomiono w Stanach Zjednoczonych i w Niemczech (ok. połowa wartości wszystkich programów). W krajach Unii Europejskiej w 2007 r. 27 państw wydatkowało 66,5 mld euro,

---

[104] Rządy 13 państw UE dekapitalizowały banki, udzieliły gwarancji m.in. na emisję bankowych papierów dłużnych i pożyczek na warunkach korzystniejszych od obowiązujących na rynku, www.cash.ch/news/staatshilfen-in-eu-massiv-gestiegen z 13 XII 2009 r.

[105] www.ftd.de/finanzpolitik/international/US-Wirtschaftshilfen- 23-700-000-000-000-Dollar 21 VII 2009 r.

[106] Według Brytyjskiej Izby Kontroli, za: M. Misach, *Staat pumpt 850 Milliarden Fund in marode Institute*, „Handelsblatt" z 19.12.2009 r.

[107] *Staatliche Beihilfen: Laut Beihilfenanzeiger in der Finanzkrise stark angestiegen, aber nicht zulasten des Binnenmarkts*, Brüssel, 7 XII 2009 r., www.Europa.eu/rapid/pressReaeasesAction z 13 XII 2009 r.

[108] Dane na podstawie raportu Międzynarodowego Funduszu Walutowego, za: Deutsche Bank Research, *Direkte fiskalische...*, s. 2.

a w 2008 r. 279,6 mld euro, co oznaczało odpowiednio 0,52 i 2,2% PKB. Gdyby za główny wskaźnik informujący o wielkości pomocy uznać procentowy udział w PKB, to najwyższy był w Irlandii (19,6% w 2008 r.), Luksemburgu (7,64%), Belgii (5,17%), Łotwie (6,2%), Wielkiej Brytanii (3,79%), Holandii (2,87%), Niemczech (2,5%), Danii (1,22%), Portugalii (0,26%), Szwecji, (0,11%), Hiszpanii (0,09%)[109].

Niezależnie od sporów na temat roli państwa w gospodarce należy podkreślić, że nie było alternatywy dla tego zaangażowania, a w całym analizowanym okresie wspomagane było przez banki centralne, w tym i Europejski Bank Centralny[110].

Globalizacja rynków finansowych sprawiła, że pomoc ta wymagała podjęcia skoordynowanych decyzji międzynarodowych, o których podjęcie zabiegano zwłaszcza podczas spotkań prezesów banków centralnych i kolejnych szczytów, głównie w ramach G20. Odnotować jednak należy, iż wspólne deklaracje z trudem przekładają się na przyjęcie konkretnych rozwiązań. Uzyskanie podczas szczytów zgody „co do zasady" nie oznacza bowiem otwartej drogi dla ustanowienia międzynarodowych porozumień, w tym w kwestii nadzoru nad instytucjami i obrotu instrumentami finansowymi (zwłaszcza derywatami czy instrumentami finansowymi powstałymi w wyniku sekurytyzacji). Należy jednak podkreślić starania na płaszczyźnie narodowej, a także i Unii Europejskiej w tym zakresie. W lipcu 2010 r. prezydent USA podpisał ustawę umożliwiającą w przyszłości reformę rynku finansowego. Ten dokument, liczący 2300 stron, przewiduje *de facto* powrót do jego silnej regulacji[111].

---

[109] Według informacji Komisji Europejskiej, *Staatliche Beihilfen: Laut Beihilfenanzeiger in der Finanzkrise stark angestiegen, aber nicht zulasten des Binnenmarkts*, IP/09?1884, Bruksela 7. Dezember 2009 i www.handelsblatt.com/politik/international/staatshilfen-was-sich-eu-staaten-die-bankenretungskosten, z 2 XII 2009.

[110] W grudniu 2009 r. banki nadal poszukiwały i w znacznym stopniu regulowały płynność w banku centralnym, w Stanach Zjednoczonych. W połowie grudnia banki miały ponad 1000 USD rezerw na rachunku w banku centralnym, a tylko w III kwartale roku 244 banki zwróciły się do EBZ o 96,9 mld euro − specjalny, uruchomiony w 2009 r. 12-miesięczny kredyt. Dane za: T. Bayer, *Banken zapfen EZB nochmals an*, www.ftd.de/finanzen/markte/anleihen-devisen/jahrestender-banken. z dn. 19.12.2009 r.

[111] Między innymi monetarne instytucje finansowe korzystające z państwowej ochrony depozytów będą mogły w ograniczony sposób inwestować w fundusze hedgingowe lub typu *Private-Equity*, a także prowadzić działalność operacyjna na rynku międzybankowym. Przyjęte rozwiązania mają w przyszłości ograniczyć możliwość wystąpienia ryzyka systemowego, również dzięki wypracowaniu reguł specjalnego postępowania „ratunkowego" w branżach. Jest to niezmiernie ważne, gdyż może oznaczać koniec niepisanej zasady „too big to fail". Opracowane zostaną również regulacje dla funduszy hedgingowych i obrotu produktami finansowymi, w tym także derywatami. Zreformowany zostanie nadzór nadbankowy i ubezpieczeniowy. Ochronę inwestorów i konsumentów ma zapewnić regulacja działalności agencji ratingowych. Koszty działań mają zostać pokryte ze środków TARP, również banki poniosą większe koszty ubezpieczenia depozytów. Opracowano na podstawie materiałów prasowych, w tym Eckpunkte der US-Finanzmarktreform, Strenge Auflagen und mehr Transparenz, www.tagesschau.de/wirtschaft/usfinanzmarktreform104.htlm z dn. 15.07.2010.

Jedną z otwartych kwestii pozostaje nadal problem bonusów wypłacanych kadrze kierowniczej i pracownikom banków. Na szczycie G20 we wrześniu 2009 r. w Pittsburgu − kluczowym dla wypracowana agendy odnośnie do przyszłego funkcjonowania rynku bankowego − branża finansowa zobowiązała się do ustalenia nowych zasad wypłaty bonusów. Miały być wypłacane według długoterminowego efektu, przede wszystkim w obszarze bankowości inwestycyjnej. Trudno uwierzyć, ale przebieg i doświadczenia kryzysu globalnego nie zniechęciły nawet banków korzystających z pomocy rządowej do ich wypłaty[112]. Co prawda, w niektórych państwach problem ten powoli znajduje ustawowe rozwiązanie. Parlament Europejski w lipcu 2010 r. zaproponował zasady wypłaty bonusów od 2011 r.[113]. Nie będzie ustalona górna granica, jednak wypłata gotówkowa została ograniczona do 30% przypadającej kwoty, a pozostała część pozostanie na rachunku bankowym lub zostanie wypłacona w formie opcji na akcje i zrealizowana po 3-5 latach. W przypadku poniesienia przez bank straty bonus ten może być nawet częściowo zwrócony.

Należy przyjąć, że nie są do tej pory znane zaangażowania poszczególnych instytucji finansowych (a więc nie tylko banków) w niskiej jakości papiery wartościowe. Z niepokojem jednak odnieść się należy do tych banków, które nadspodziewanie szybko zwróciły uzyskaną pomoc, np. *Credit Agricole* i banki amerykańskie.

Na pomoc sektorowi bankowemu należy spojrzeć przez pryzmat deficytów budżetów poszczególnych państw. Jej uruchomieniu towarzyszył w większości państw także aktywizujący gospodarkę pakiet koniunkturalny, który niejednokrotnie zastępował pakiet bankowy. Wszystkie te działania nie zapobiegły spadkowi tempa wzrostu PKB, a powstałe zadłużenie budżetów publicznych może okazać się katastrofalne dla gospodarki (koszty pośrednie kryzysu)[114]. Utrzymująca się presja na płynność banków może okazać się podwaliną pod przyszły

[112] W trakcie kampanii wyborczej prezydent Obama stwierdził, że nie kandyduje, aby pomóc „wielu bonzom" z Wall Street. Tylko w ciągu 9 miesięcy 2009 r. największe banki amerykańskie osiągnęły zysk w kwocie 50 mld USD, tj. dwukrotnie wyższy niż w najlepszym 2000 r., a to powoduje, że wypłacone zostaną ponownie miliardowe bonusy, np. *Goldman Sachs*, *Morgan Stanley* i *J.P. Morgan* mogą wypłacić ok. 30 mld USD. *Bank of America* dostał od rządu 45 mld USD i osiągnął w 2008 r. zysk 2,56 mld, wypłacił 3,3 mld bonusów, a to oznacza, że 172 osoby otrzymały co najmniej 1 mln USD, w tym 28 ponad 3 mln, za: F. Waldewitz, *New York kämpft Gegen die Staatspleite*, „Die Zeit" z 19.12.2009 r. Minister Finansów w Wielkiej Brytanii zaproponował nałożenie nadzwyczajnego podatku w wysokości 50% na wynagrodzenia powyżej 25 tys. £ częściowo upaństwowionego *Royal Bank of Scotland*, a połowa zarządu zagroziła odejściem.

[113] Rezolucja legislacyjna Parlamentu Europejskiego z dnia 7 lipca 2010 r. w sprawie wniosku dotyczącego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającej dyrektywy 2006/48/WE i 2006/49/WE w zakresie wymogów kapitałowych dotyczących portfela handlowego i resekurytyzacji oraz przeglądu nadzorczego polityki wynagrodzeń (COM(2009)0362 – C7-0096/2009.

[114] Deficyt budżetu państwa w stosunku do PKB w październiku 2009 r. (w nawiasie rok 2008) wyniósł dla EU27 -6,0% (-2,3%), Francji -6,6% (3,4%), Niemiec -3,9% (-0,1%),Wielkiej Brytanii -11,5% (-5,5%), Irlandii -12% (-7,1%). Źródło: Europaische Kommission, za www.welt.de/wirtschaft?article5521794), wgląd 7 XII 2009.

„bąbel inflacyjny" i obciąża „przyszłe" środki publiczne. Istnieje zatem realne zagrożenie, że kryzys finansowy przekształci się w przyszłości w kryzys państw, podobnie jak to miało miejsce chociażby w odniesieniu do Grecji. W Niemczech oszacowano, że federacja, kraje federacji i gminy z powodu kryzysu gospodarczego i finansowego muszą zaciągnąć dodatkowe kredyty na 510 mld euro do 2012 r.[115] To może mieć konsekwencje dla rynków finansowych – z uwagi na nieznaną nigdy w historii emisję przez państwo papierów wartościowych i ogromną konkurencję pomiędzy emitentami.

Pomoc udzielona do tej pory stawia państwo i to w stopniu jeszcze większym niż miało to miejsce przed kryzysem w charakterze zakładnika wielkich, systemowo ważnych instytucji i zachęca do hazardu moralnego. W tej sytuacji należy kontynuować prowadzone zarówno w Wielkiej Brytanii, jak i w Niemczech prace nad ustawami regulującymi likwidację banków systemowo ważnych[116], tak aby nie powodowało to zagrożenia dla stabilności międzynarodowego systemu finansowego. Należy zastanowić się, czy w przyszłości nie dokonać podziału na banki prowadzące ryzykowne operacje, ale w konsekwencji ponoszące odpowiedzialność za poniesione straty, i banki, których właściciele nie mogą liczyć na okazałe dywidendy i bonusy, ale usługobiorcom zapewniają poczucie bezpieczeństwa.

Państwo i jego instytucje winny zatem zaangażować się jeszcze aktywniej w organizację nowej architektury rynków finansowych. Przyjęte zasady muszą bowiem ograniczyć lub pozwolić dostatecznie wcześnie na identyfikację zagrożeń. Wydaje się, że można to osiągnąć dzięki wypracowaniu zasad nadzoru, w tym także międzynarodowego w obszarze bankowym, papierów wartościowych, ubezpieczeń i programów emerytalnych. Jedną z podstawowych kwestii będących przedmiotem międzynarodowych uzgodnień pozostaje regulacja minimalnych wymogów kapitałowych. Do 2012 r. mają być opracowane zasady kształtowania relacji między kapitałem akcyjnym spółki a jej zadłużeniem (*Leverage Ratio*). Na państwie spoczywa także odpowiedzialność za przygotowanie rozwiązań zapewniających większą transparentność transakcji dokonywanych w ramach bankowości inwestycyjnej.

Konsekwencjami obecnego kryzysu, w tym również spowodowanymi przyjętym przez poszczególne państwa instrumentarium, są i będą w najbliższej przy-

---

[115] *Finanzplanungsrat – 510 000 000 000 euro neue Schulden*, „Financial Times Deutschland" z 8 lipca 2009 r.

[116] Utworzona latem 2009 r. *Financial Staability Board* (FSB) ogłosiła w grudniu 2009 r. listę 30 banków, które muszą poddać się szczególnemu nadzorowi ze względu na ich znaczenie dla międzynarodowego rynku finansowego, a są to m.in. *Deutsche Bank, UBS, Credit Suisse, BNP Paribas, Societe Generale, Banco Santander, BBVA, Unicredit, Banca Intela, ING, HSBC, Royal Bank of Socland, Standard Charherd, Banca of America, Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, Royal Bank of Kanada, Sumitomo, Mizuho i Mitsubishi UF Financial Group.*

szłości daleko idące zmiany w narodowych systemach bankowych oraz na światowych listach rankingowych banków, gdzie już dzisiaj przewodzą wywodzące się z Chin. W Stanach Zjednoczonych jedną z najważniejszych zmian jest przekształcenie banków inwestycyjnych w „normalne" banki handlowe, w Holandii dezintegracja ING, a w Niemczech jedynie dwa banki prywatne (*Deutsche Bank* i *Commerzbank*) będą miały ogólnokrajową sieć. Planowane jest także wydzielenie z dotychczasowego nadzoru skonsolidowanego – nadzoru bankowego do *Deutsche Bundesbank*.

Należy zgodzić się z opinią Komisarza UE ds. konkurencji – Neelie Kroes – że w ostatnich 14 miesiącach dzięki bezprecedensowej polityce państw udało się osiągnąć stabilizację rynków finansowych"[117]. Należy jednak zwrócić uwagę na koszt tej operacji obciążający przyszłe pokolenia i ograniczający możliwości finansowania przez państwo rozwoju gospodarczego. Nadto, żadnej z przyczyn, które spowodowały kryzys, nie można jeszcze we wrześniu 2010 r. uznać za rozwiązaną i przezwyciężoną w dłuższej perspektywie.

Literatura

Blanchard O., *The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies*, „Working Paper Series" 2008/09-01, Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics.

Bloss E., Häcker E., *Von der Subprime-Krise zur Finanzkrise*, Oldenburg-Wissenschaftsverlag, München 2008.

Dan L., Shujie Y., *World Financial Crisis and the Rise of Chinese Commercial Banks*, Research Paper Series China and the World Economy 2009/08, University of Nottingham.

Deutsche Bundesbank, *Eurosystem, Finanzstabilitatsbericht 2009*, November 2009.

Diemo D., Hauck A., *Internationale Finanzintegration und Stabilität: Ursachen und vorläufige Lehren aus der internationalen Bankenkrise 2007/2008*, „Wirtschaft im Wandel" 2009/1TH, s. 13-19.

Lanzeni M. L., *Antikrisenmaßnahmen in den Schwellenländern*, Deutsche Bank Reeasarch z 13 VIII 2009 r.

Mohn C. (ed.), *Die Krise. Was auf den Finanzmarkten geschah und was jetzt zu un ist*, DIW Berlin 2009.

Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, Warszawa 2009.

Ostalecka A., *Kryzysy bankowe i metody ich przezwyciężania*, Warszawa 2009.

Sinn H.-W., *Der Kasino Kapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kamm, und was jetzt zu tun ist*, Berlin 2009.

[117] www.cash.ch/news/staatshilfen-in-eu-massiv-gestiegen z 13 XII 2009 r.

Szambelańczyk J. (red.), *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, Związek Banków Polskich, Warszawa 2009.

Taylor J. B., *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009.

Zimmermann H., *Finanz- und Wirtschaftskrise-Was kosten die Maßnahmen wirklich?*, „Wirtschaftsdienst" nr 5/2009, s. 306-312.