



## Glosariusz kryzysu finansowego

### FOCUS

**Kryzys finansowy, który rozpoczął się pod koniec 2008 r. upadkiem amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers, ogarnął cały świat i stał się najpoważniejszym kryzysem gospodarczym od czasów wielkiego kryzysu lat 30. XX w.**

Niniejszy glosariusz ma na celu jak najprostsze wyjaśnienie pojęć ekonomicznych, które wysunęły się na pierwszy plan w ostatnich miesiącach, i przybliżenie w ten sposób czytelnikom mechanizmów obecnego kryzysu.

## Glosariusz kryzysu finansowego (I): podstawy

W tym dziale przedstawiamy podstawowe pojęcia ekonomiczne często stosowane w relacjach prasowych dotyczących kryzysu. Nie zostały one przedstawione w kolejności alfabetycznej, lecz w kolejności, w jakiej doprowadziły do wybuchu kryzysu.

**Nadwyżki i deficyty handlowe.** Kraj posiada nadwyżkę, kiedy eksportuje więcej towarów i usług, niż importuje, tj. kiedy produkuje więcej, niż sam zużywa. Deficyt powstaje, gdy import przewyższa eksport, tj. gdy więcej pieniędzy opuszcza kraj w postaci zapłaty za import, niż do niego wpływa ze sprzedaży eksportowanych dóbr. W pierwszym przypadku kraj staje się wierzycielem wobec reszty świata, w drugim przypadku staje się dłużnikiem. Trwałe nadwyżki i deficyty handlowe powodują takie zjawiska, jak:

**Globalna nierównowaga** w gospodarce światowej, czyli sytuacja, w której niektóre kraje posiadają ciągłe i duże – jednak wyraźnie nietrwałe – nadwyżki, zaś pozostałe kraje posiadają ciągły i wysoki – a jednak nietrwały – deficyt.

**Kraje wierzyciele** o dużej nadwyżce handlowej (np. Niemcy, Chiny, Japonia, eksporterzy ropy) zarabiają więcej na eksporcie, niż wydają na import, tak więc udzielają pożyczek za granicę za pośrednictwem międzynarodowych rynków finansowych.

**Kraje dłużnicy** o dużym deficycie handlowym (np. Grecja, USA) nie eksportują wystarczająco, aby móc zapłacić za importowane towary, tak więc pokrywają różnicę, pożyczając potrzebne pieniądze na międzynarodowych rynkach finansowych.

Ponieważ zaś Ziemia nie prowadzi obrotów handlowych z innymi planetami, **nadwyżki w jednej części świata muszą siłą rzeczy powodować deficyt w innej jego części**; nie każda gospodarka może być silnym eksporterem i posiadać nadwyżkę eksportu nad importem.

Kraje z deficytem wchłaniają tę nadwyżkę eksportu, same importując. Ponieważ zaś cierpią na brak pieniędzy, zmuszone są do pożyczania od krajów posiadających nadwyżkę, aby zapłacić za importowane towary. Nie odbiega to daleko od oferty kredytu składanej przez 딜ера samochodowego na zakup auta. Zaciągnięcie pożyczki zwykle oznacza:

**Dług prywatny**, tj. wzrost długu konsumenta i przedsiębiorstwa. Przy nadwyżce tanich pieniędzy od wielkich eksporterów na międzynarodowych rynkach finansowych bankom i innym instytucjom finansowym opłaca się kierować je tam, gdzie są najbardziej potrzebne. Ich oczywistym celem są przedsiębiorstwa i konsumenci gospodarek, które chcą konsumować więcej, niż same produkują. Jednak problemem okazują się tu:

**Złe kredyty**, tj. nieściągalne pożyczki lub takie, których nie można spłacić w całości. Jeśli bank nie otrzyma z powrotem całej dłużnej kwoty, ma z kolei trudności ze spłatą całości pieniędzy, jakie winny jest swym depozytariuszom, innym bankom czy posiadaczom obligacji. W minionych latach banki udzielały dużych pożyczek na wydatki konsumpcyjne lub nieruchomości; przy rosnącym bezrobociu pożyczki konsumenckie i kredyty hipoteczne stają się „złymi kredytami”, gdyż deweloperzy nie mogą sprzedać domów ani biur, które wybudowali w nadziei na ogromne zyski.

**Kredyty wysokiego ryzyka** doprowadziły do obecnego kryzysu, gdyż jako pierwsze okazały się niespłacalne, ukazując słabości w sposobie udzielania pożyczek przez banki. Kredyty hipoteczne wysokiego ryzyka były udzielane pożyczkobiorcom, którzy mogliby je spłacić tylko wtedy, gdyby ceny ich domów rosły, gospodarka dynamicznie się rozwijała, a oprocentowanie pozostawało na niskim poziomie. Te założenia okazały się fałszywe, prowadząc pożyczkobiorców do niewywiązania się z płatności i narażając banki na ogromne straty.

**Nadwyżki lub deficyty budżetowe** pojawiają się wtedy, gdy rządy – w danym roku – ściągają więcej podatków, niż wydają na towary i usługi (nadwyżka), lub wydają więcej, niż ściągają w formie podatków (deficyt). Gdy banki stanęły na krawędzi bankructwa, rządy inter-

weniowały za pomocą miliardowych zastrzyków pomocy na pokrycie strat spowodowanych przez złe kredyty. Oznacza to, że przy spadku wpływów z podatków w dobie recesji budżety krajowe odnotowały poważne deficyty.

W ten sposób wzrósł **dług publiczny**, czyli pieniądze, jakie rząd jest winny swym wierzycielom (tj. skumulowanie deficytów budżetowych). Nazywany jest w ten sposób, gdyż ostatecznie to podatnicy muszą wystarać się o konieczne środki, by go spłacić. Jeśli rząd wydaje więcej, niż ściąga w postaci podatków, musi pożyczyć dodatkowe pieniądze, zwykle sprzedając:

**Obligacje.** Obligacja to obietnica ze strony jego sprzedawcy (tj. rządu), że spłaci - z odsetkami - pieniądze pożyczone mu przez kupującego obligację (tj. banki, fundusze emerytalne, itd.). Wraz z pomyslną sprzedażą obligacji pieniądze trafiają do budżetu; inwestorzy na rynku obligacji liczą oczywiście na ich przyszłą spłatę z odsetkami.

**Stopa procentowa** obligacji rządowych określa, na ile zaciągnięcie pożyczki przez państwo zaciąży na podatniku. Im bardziej ryzykowny pożyczkobiorca, tym wyższa stopa procentowa – i wyższa kwota pieniędzy, jaką rząd będzie musiał zaoszczędzić na spłatę oprocentowania, zamiast wydać je np. na opiekę zdrowotną.

**Rozpiętość stóp procentowych** to różnica (obliczana w punktach bazowych: 1%=100 pb) między stopami oprocentowania obligacji uważanych za najbezpieczniejsze (niemieckie *bunds* w strefie euro), a innymi obligacjami. Jeśli rozpiętość w danym kraju obszaru euro wynosi, powiedzmy, 350 pb, a niemieckie *bunds* obciążone są 3% stopą procentową, oznacza to, że kraj ten musi zapłacić za swe obligacje odsetki w wys. 6,5%. Poszerzenie rozpiętości, powiedzmy z 350 do 400 pb, jest dla inwestorów znakiem, że obligacje stają się ryzykowniejsze.

**Refinansowanie** długu oznacza jego spłatę poprzez zaciągnięcie nowej pożyczki. Gdy zbliża się termin wykupu obligacji, rząd może wyemitować nowe, używając wpływów z nich do spłaty inwestorom starszych obligacji. Skarby państwa na całym świecie ciągle tak robią. Problem pojawia się, gdy inwestorzy nie są gotowi na refinansowanie, bo uważają je za zbyt ryzykowne i chcą zwrotu swych pieniędzy.

**Swapy ryzyka kredytowego (CDS)** dla obligacji rządowych oferują inwestorom w te obligacje zabezpieczenie przed **niewywiązaniem się z zobowiązań płatniczych**, tj. przed możliwością, że rząd nie spłaci (pełnej kwoty) pieniędzy, jakie jest winien. W przypadku niespłacenia należności przez kraj, posiadacz CDS i tak odzyska swe pieniądze; straty zostaną poniesione przez tych, którzy sprzedali CDS. Inwestor może kupić CDS (zabezpieczenie przeciwko stratom z tytułu obligacji) od różnych instytucji finansowych, jak banki, fundusze hedgingowe i in.

**CDS bez pokrycia** to CDS należące do inwestora, który nie posiada obligacji bazowych. Speculanci mogą kupić CDS, by obstawiać niespłacenie zobowiązań przez rządy; im większa szansa na niespłacenie, tym wyższa wartość CDS. UE rozważa zakazanie CDS bez pokrycia.

## Glosariusz kryzysu finansowego (II): W pogoni za pieniędzem

W poprzedniej części zobaczyliśmy, że niektóre gospodarki zarabiają dużo więcej sprzedając swoje towary, niż wydają na import – mogą więc udzielać pożyczek. To samo dotyczy przedsiębiorstw i gospodarstw domowych; jeśli zarabiają więcej niż wydają, mogą udzielać pożyczek. Tutaj wkracza właśnie sektor finansowy, pośrednicząc w przepływie pieniędzy od oszczędzających do pożyczkobiorców, jednocześnie na tym zarabiając (lub tracąc).

**Pośrednictwo finansowe** łączy tych, którzy mogą udzielać pożyczek, z tymi, którzy potrzebują pieniędzy. Dochodzi do tego między państwami (np. Chiny inwestujące nadwyżki handlowe w obligacje USA) i wewnątrz nich (np. bank udzielający pożyczki przedsiębiorstwu budującemu fabrykę). Najlepiej znanym pośrednikiem finansowym jest

**bank**. Właściciele banku przekazują spółce swoje pieniądze – **kapitał**. Są to akcjonariusze. Działalność banku jest prosta: pożycza on pieniądze od deponentów (powiedzmy, że stopa oprocentowania oszczędności wynosi 3%) i udziela pożyczek gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom (powiedzmy, że stopa oprocentowania tych pożyczek wynosi 5%). W związku z tym, że bank płaci mniej odsetek od pożyczonych środków (**należności**), niż zarabia na odsetkach od udzielonych pożyczek i innych inwestycji (**aktywa**), osiąga zysk wynoszący w tym przypadku 2 punkty procentowe.

Tak to działa przy dobrej koniunkturze. Wyobraźmy sobie teraz, że gospodarka przeżywa głęboki kryzys. Niewydolne przedsiębiorstwa i zrujnowane gospodarstwa domowe zaczynają mieć problemy ze spłacaniem pożyczek. Stawia to bank w trudnym położeniu. Wciąż jest on winny tyle samo pieniędzy deponentom i innym podmiotom (np. innym bankom, posiadaczom obligacji), ale zarabia mniej na udzielonych pożyczkach, ponieważ nie są one (w pełni) spłacane. Jeśli deponenci stracą zaufanie,

może dojść do **paniki bankowej**. Jeśli nie dojdzie do spłaty tak wielu pożyczek, że bank może wkrótce nie dysponować gotówką, jedynym rozsądnym rozwiązaniem jest jak najszybsze wycofanie pieniędzy. Jeśli wystarczająco dużo osób pójdzie za tym przykładem (co zazwyczaj ma miejsce), bank

**straci płynność finansową**. Ponieważ bank pożyczył większość środków deponentów, pieniądze te są zablokowane w pożyczkach. Jeśli w danym momencie tylko kilku deponentów poprosi o zwrot pieniędzy, nie sprawi to bankowi trudności. Natomiast jeśli wszyscy deponenci zażądadą zwrotu pieniędzy w tym samym czasie, bank będzie musiał zakończyć działalność – nawet jeśli z czasem nie miałby problemów z wypłaceniem depozytów. Sytuacja ta jest inna od sytuacji, w której bank jest

**niewypłacalny**, kiedy nie spłacono tak wiele pożyczek, że kwota, którą bank jest dłużny wierzycielom, przekracza wartość udzielonych pożyczek i innych aktywów. Nawet w przypadku natychmiastowego sprzedania aktywów, bank nie zarobiłby wystarczająco dużo, aby spłacić wierzycieli.

Kiedy pożyczka nie jest spłacana, bank odnotowuje stratę, ponieważ jego aktywa straciły na wartości (**obniżenie wartości**). Jednakże niezbyt wielkie straty są normalne dla jakiegokolwiek działalności. Banki muszą tylko zadbać o dysponowanie środkami wystarczającymi na spłacenie swoich długów, co pozwoli im na kontynuowanie działalności, nawet jeśli niewielka część pożyczek nie jest spłacana. Dlatego właśnie

**kapitał** jest tak ważny. To głównie kapitał umożliwia pokrycie strat wywołanych niespłaconymi pożyczkami. Jeśli zabezpieczenie kapitałowe jest wystarczające, deponenci nie muszą się martwić, że nie będą mogli odzyskać od banku pieniędzy – mogą wpaść w panikę dopiero wtedy, gdy straty pochłoną zabezpieczenie kapitałowe.

Dysponowanie wystarczającym kapitałem umożliwiającym przetrwanie kryzysu gospodarczego jeśli pożyczki nie będą spłacane ma podstawowe znaczenie dla uniknięcia paniki, dlatego też organy nadzorujące wprowadziły **współczynniki adekwatności kapitałowej**. Jest to po prostu stosunek kapitału banku do jego aktywów, tj.: pożyczek, obligacji, hipotek; ogólnie rzecz ujmując, wszystkiego, w co bank zainwestował pieniądze innych.

Jeśli wymagany współczynnik wynosi 8% bank musi posiadać 8 EUR własnego kapitału na każde 100 EUR udzielanej pożyczki. W takiej sytuacji nawet jeśli bank otrzyma spłatę jedynie 92 EUR z pożyczonej kwoty, jego zabezpieczenie kapitałowe może pokryć stratę. Im większy jest współczynnik adekwatności kapitałowej, tym bezpieczniejsze są depozyty.

**Dźwignia finansowa** to stosunek zadłużenia do kapitału. Powiedzmy, że mogą Państwo postawić na jakiegoś konia 50 EUR (Państwa kapitał) i są Państwo pewni, że ten koń wygra, a Państwo podwoją swoją pierwotną inwestycję uzyskując 100 EUR. To stu procentowy zysk! Ale dlaczego nie pożyczyc 50 EUR (Państwa dług) od przyjaciela i założyć się o całe 100 EUR? Przy współczynniku dźwigni wynoszącym 1 (1 EUR długu na każde 1 EUR kapitału) osiągną Państwo sumę 200 EUR. Po spłaceniu 50 EUR pozostanie 150 EUR, czyli potroją Państwo pierwotną inwestycję.

Na tym polega piękno dźwigni – ale działa to w dwie strony. W przypadku przegranej tracą Państwo nie tylko Państwa 50 EUR, ale są Państwo również winni 50 EUR przyjacielowi. Dźwignia finansowa zwiększa zyski, kiedy wszystko idzie dobrze, ale w przeciwnym razie zwiększa również straty.

Należy pamiętać, że **wszystkie instytucje finansowe – banki, fundusze emerytalne, fundusze hedgingowe – działają zasadniczo w ten sam sposób**. Przede wszystkim właściciele muszą dostarczyć wystarczającego kapitału, aby rozpocząć działalność i pokryć ewentualne straty. Następnie podmiot pożycza pieniądze (od deponentów, pracowników oszczędzających na emeryturę, banków inwestycyjnych) i inwestuje je w różne produkty finansowe (udzielając pożyczek i kredytów hipotecznych, kupując akcje i obligacje lub inwestując w instrumenty pochodne), próbując osiągnąć zysk. Dźwignia finansowa, tj. pieniądze innych osób, wykorzystywana jest do uzyskiwania większego zwrotu z inwestycji.

Kiedy pożyczki nie są spłacane, giełdy papierów wartościowych odnotowują spadki, a obligacjom grozi niewykupienie w terminie, straty są zwykle dużo poważniejsze niż przewidują instytucje finansowe i organy nadzorcze. Kapitał mający pokrywać straty zwykle okazuje się niewystarczający, co wywołuje finansową panikę. W związku z tym, że kredyt jest siłą napędową gospodarki, a rynki finansowe jej podporą, rządy zmuszone są wkroczyć z pieniędzmi podatników.

Aby do tego nie dopuścić, wielu posłów do PE uważa, że należy wprowadzić bardziej surowe **regulacje** rynku finansowego.