

Marzena Adamczyk
Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu

Współczesny kryzys finansowy – przyczyny i konsekwencje dla gospodarki światowej

Współczesny kryzys gospodarczy, który wystąpił w latach 2008–2009, był jednym z największych kryzysów, jakie dotknęły gospodarkę światową. Kryzys rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych, po czym przetoczył się przez większość krajów na świecie, szczególnie wysoko rozwiniętych. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie przyczyn wystąpienia kryzysu na tak ogromną skalę oraz skutków, jakie odcisnęły się na całej gospodarce światowej zarówno w sferze mikro, jak i makroekonomicznej. Tak postawiony cel wymaga wyjaśnienia podstawowych pojęć związanych z kryzysem finansowym oraz modeli, które opisują przebieg kryzysu. W artykule zastosowano metodę analityczno-opisową, dokonano analizy literatury w kontekście teorii kryzysów oraz analizy danych makroekonomicznych zebranych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy czy Światową Organizację Handlu. Główne wnioski płynące z opracowania: współczesny kryzys finansowy wpisuje się w tradycyjny model kryzysu finansowego opracowany przez Minsky'ego; przyczyn kryzysu było wiele, lecz podstawową było zlekceważenie szybkiego rozwoju rynku papierów wartościowych opartych na ryzykownych kredytach hipotecznych oraz narastania bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości w USA; skutki kryzysu były bardzo dotkliwe dla całej gospodarki światowej.

Contemporary financial crisis – causes and consequences for the world economy

The global financial crisis which occurred in 2008–2009 was one of the biggest crises that affected the world economy. The crisis began in the United States and swept through most of the countries in the world particularly, through the developed ones. The purpose of this paper is to present the causes of the crisis on such a huge scale and the effects that impressed on the entire world economy, both in the micro and macro perspective. The objective established requires an explanation of the basic concepts associated with the financial crisis. Attaining these objectives influences the selection of analytical and descriptive research methods and sources of information. The main conclusions: the contemporary financial crisis was a typical traditional crisis which can be explained by the Minsky's model; there were many causes of the crisis, but the most important was disregarding rapid development of the subprime mortgages and rising an asset price bubble in the US property market; effects of the crisis were very intense for the entire global economy.

Keywords: crisis, financial, subprime, assets bubble, recession, bankruptcy

Wprowadzenie

Charakterystyczną cechą gospodarki każdego kraju jest jej cykliczność i związane z nią, następujące po sobie, wzrosty i spadki koniunkturalne, a kryzysy są jej nieodłącznym elementem. Współczesna gospodarka światowa jest gospodarką o bardzo ścisłych powiązaniach pomiędzy poszczególnymi krajami, wahania koniunkturalne jednego kraju wpływają na inne kraje. Globalizacja doprowadziła do bardzo dużej otwartości gospodarek, co powoduje przenoszenie się pomiędzy nimi wszelkich zjawisk ekonomicznych zarówno tych pozytywnych, jak i tych negatywnych. Spowodowała ponadto, że zjawiska kryzysowe są coraz silniejsze, coraz bardziej odczuwalne oraz coraz szybciej przenoszą się pomiędzy poszczególnymi krajami. Za ten proces odpowiedzialne są powiązania handlowe, finansowe, jak i (a może przede wszystkim) panika na rynkach. Historia pokazuje, że to nie brak synchronizacji między cyklami koniunkturalnymi państw jest największym zagrożeniem dla krajów, tylko ich nierozważna polityka, brak odpowiedniego nadzoru finansowego oraz spekulacje.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie przyczyn oraz skutków współczesnego kryzysu finansowego dla gospodarki światowej. Tak postawiony cel wymaga też sprecyzowania podstawowych pojęć związanych z kryzysem finansowym. W artykule została zastosowana metoda analityczno-opisowa.

1. Kryzys finansowy – podstawowe pojęcia

Literatura przedmiotu określa kryzys w różnoraki sposób. Kryzys na pewno nie jest zjawiskiem ani pozytywnym, ani pożądanym. Pod pojęciem kryzysu kryją się zarówno załamania gospodarcze wywołane błędnymi decyzjami władz monetarnych, rządów, czy też spowodowane działaniami spekulantów, jak i naturalne recesje związane z przebiegiem cyklu koniunkturalnego, który można zdefiniować jako wahania gospodarcze zamknięte w określonych ramach, to znaczy jako okres od jednej hossy (czyli maksymalnego wzrostu gospodarczego), przez maksymalną recesję, zwaną bessą, do drugiej hossy [Filar, Rzońca, Wójtowicz, 2007, s. 239–240].

Kryzys można określić jako załamanie koniunktury prowadzące do znacznego spadku produkcji i tym samym do zmniejszenia tempa wzrostu gospodarczego [Chrabonszczewska, 2005, s. 315].

Kryzysem można też nazwać nagłą zmianę, załamanie, które powstało na rynku finansowym, związane z brakiem płynności i niewypłacalnością jednostek uczestniczących w tym rynku, zmuszające władze publiczne do interwencji [Miklaszewski (red.), 2003, s. 99].

Kryzysy mogą pojawiać się w różnych sektorach, mogą występować na mniejszych bądź większych obszarach. Powody powstania poszczególnych kryzysów są różne, tak samo jak ich przebieg i skutki, choć liczne opracowania wskazują na to, że jednak większość kryzysów wpisuje się w jeden standardowy model. W związku z tym można je podzielić na wiele sposobów, według różnych kryteriów (zob. tabela 1).

Tabela 1. Rodzaje kryzysów

Kryterium podziału	Rodzaje kryzysów
Sektor, w którym pojawił się kryzys	<ul style="list-style-type: none"> – bankowe – finansowe – giełdowe – gospodarcze – walutowe – zadłużeniowe
Obszar, na którym występuje	<ul style="list-style-type: none"> – narodowe – regionalne – globalne
Sposób powstania	<ul style="list-style-type: none"> – kryzysy jednostkowe – wywołane stratami poniesionymi przez pojedyncze instytucje finansowe, – kryzysy spekulacyjne – spowodowane strategicznymi działaniami jednostek spekulujących cenami lub wskaźnikami giełdowymi, – kryzysy systemu bankowego, – najgroźniejszy rodzaj kryzysów, związany z niewypłacalnością i brakiem płynności uczestników sektora finansowego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Borcuch, 2009; Korenik, Korenik, 2004, s. 141–145.

W niniejszym artykule zostanie dokładniej sprecyzowana definicja kryzysu finansowego, ponieważ jest on przedmiotem badania.

Kryzys finansowy jest określany najczęściej jako epizody gwałtownych zmian na rynku finansowym wiążące się z niedoborem płynności i/lub niewypłacalnością uczestników rynku oraz interwencjami władz publicznych mającymi na celu zapobieżenie tej sytuacji [Bordo et al., 2000, s. 55].

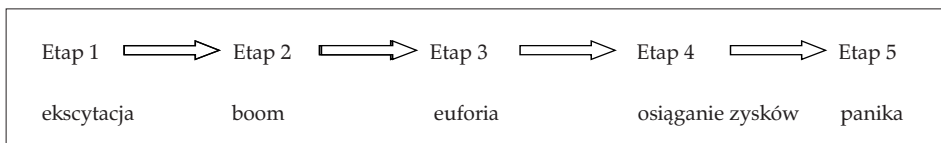
Do wyjaśniania zjawisk kryzysowych we współczesnej gospodarce światowej wykorzystuje się ostatnio bardzo często model Minsky'ego [1986]. Autor ten upatruje przyczyn wrażliwości współczesnego systemu finansowego w następujących czynnikach [Nawrot, 2009, s. 12–14]:

- zmianie struktury finansowania (z wewnętrznego na zewnętrzne pozyskiwane na rynku finansowym),
- zmianie w strukturze zobowiązań (wzrost finansowania krótkoterminowego długoterminowych inwestycji, co powoduje rolowanie tego zadłużenia),

- uzależnieniu spłaty zobowiązań od zdolności do zaciągania nowych (zobowiązania są regulowane często poprzez ich refinansowanie, czyli zaciąganie nowego zobowiązania),
- dynamicznym rozwoju segmentu nowoczesnych instrumentów finansowania,
- zmianach w koncepcji regulowania rynku finansowego (minimalna ingerencja),
- wzroście skłonności do ryzyka wykazywanego przez instytucje finansowe (wynika to z chęci osiągnięcia przez akcjonariuszy, właścicieli coraz to większych zysków, lepszej stopy zwrotu, a także z pomocy ze strony banków centralnych w razie problemów).

W stworzonym modelu Minsky [1986] zauważył, że do kryzysu finansowego może doprowadzić stabilność ekonomiczna sprzyjająca wzrostowi optymizmu na rynku, który to wzrost przekłada się na podwyższenie prognoz rentowności w niektórych obszarach, które z kolei są przyczyną zwiększonej ilości inwestycji, a co za tym idzie, rosnącej akcji kredytowej, podczas której [Nawrot, 2009, s. 15 oraz Bednarczyk, Bukowski, Misala, 2009, s. 34]:

- inwestorzy widzący dobrą sytuację na rynku i zwiększone możliwości kredytowe zaczynają inwestować w coraz bardziej ryzykowne przedsięwzięcia, zwiększa się ich skłonność do zadłużania (kredyty konsumpcyjne – na zakup mieszkań, domów, samochodów; inwestycyjne – na rozwój działalności oraz spekulacyjne – na zakup aktywów związany z chęcią zysku);
- banki pożyczają pieniądze podmiotom, którym wcześniej nie udzieliłyby kredytu;
- powstaje proces *follow-the-leader*, który polega na ciągłym zwiększaniu się liczby uczestników rynku chcących również zarobić;
- tworzy się bańka spekulacyjna (nawarstwienie dużej ilości irracjonalnych, nierentownych inwestycji), która prowadzi do nadmiernego zadłużenia podmiotów, problemów z płynnością na rynkach finansowych. Bańka w rezultacie może pęknąć, co może w bardzo negatywny sposób odbić się na podmiotach gospodarczych, gospodarkach narodowych poszczególnych państw, jak również na gospodarce światowej jako całości.



Rys. 1. Pięć etapów w modelu Minsky'ego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Baily, Litan, Johnson, 2008, s. 16].

Na etapie pierwszym inwestorzy zaczynają ekscytować się jakimś nowym produktem, np. nowym rodzajem przedsiębiorstwa, nowymi produktami finan-

sowymi, takimi jak kredyty hipoteczne *subprime*. Na drugim etapie następuje boom na rynku – spekulanci zaczynają zbierać dochody z inwestycji w nowe produkty, jednocześnie pojawiają się perspektywy dalszych zysków. Kolejny trzeci etap to euforia, która objawia się pojawianiem się na rynku coraz większej liczby inwestorów, coraz więcej osób jest chętnych do zaciągnięcia kredytu na inwestycje, banki rozszerzają akcję kredytową, jednocześnie obniżając wymagania odnośnie do kredytobiorców, co dodatkowo wzmaga akcję kredytową. Ponadto na tym etapie instytucje finansowe tworzą nowe instrumenty, poprzez które wzrasta ich ekspozycja na rynku oraz istnieje ogólna tendencja wśród inwestorów, żeby mieć w tym udział. Bardzo silnie działa tutaj instynkt stadny inwestorów. Czwarty etap to osiąganie zysków z inwestycji – bańka osiąga swój szczyt, ceny są maksymalnie wyśrubowane, mali inwestorzy odnoszą duże zyski, ściągają je z rynku, a to z kolei prowadzi do uwolnienia finałowego etapu, którym jest panika na rynku. Gdy bańka zaczyna się kurczyć, wcześniejszy entuzjazm zostaje zastąpiony natychmiast skrajnym pesymizmem. Inwestorzy zaczynają pozbywać się swoich aktywów tak szybko, jak to możliwe. Pożyczkobiorcy przestają spłacać kredyty, a aktywa banków topnieją w szybkim tempie, w związku ze spadkiem cen. „Moment Minsky’ego” występuje wtedy, gdy banki i inni pożyczkodawcy są zmuszeni do natychmiastowej sprzedaży nawet bezpiecznych aktywów w celu spłaty zaległych zobowiązań [Baily, Litan, Johnson, 2008, s. 16].

Hipoteza niestabilności systemu finansowego stworzona przez Hymana Minsky’ego [1986] mówi, że im dłuższy czas mija od wystąpienia ostatniego kryzysu, tym bardziej wzrasta skłonność do podejmowania przez banki ryzyka. Można wyróżnić trzy etapy w podejmowaniu przez banki ryzyka. Pierwszy to etap nazwany *hedge financing* – etap ostrożnego udzielania kredytów, w którym banki udzielają kredytów tylko takim kredytobiorcom, którzy na pewno będą w stanie spłacić raty i odsetki. Drugi etap – *speculative financing* – to etap, w którym banki udzielają kredytów również takim kredytobiorcom, którzy są zdolni spłacać odsetki, natomiast ich możliwości co do spłacania rat kapitałowych zależą od utrzymania się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego oraz uzależnionego od niego wzrostu dochodów w gospodarce. W trzecim etapie – zwanym *ponzi financing* od nazwiska twórcy największej piramidy finansowej – banki są skłonne udzielać kredytów nawet takim kredytobiorcom, którzy nie są w stanie spłacać ani odsetek, ani rat kapitałowych, ale wykorzystują kredyty na zakup aktywów, których ceny rosną, szczególnie nieruchomości. Wynika to z faktu utrzymywania się w dość długim okresie dobrej koniunktury i z tego powodu uśpienia czujności banków. Kredyty takie zwane *subprime* tworzą swoistą piramidę finansową, gdyż kredytobiorcy, którzy nie są zdolni do ich spłaty z bieżących dochodów, mogą to zrobić tylko na zasadzie refinansowania, czyli zaciągania następnych kredytów pod zastaw rosnących cen domów i w ten sposób spłacać kredyt kolejnym kredytem [Sławiński, 2008, s. 36-37].

2.. Kryzys finansowy w ujęciu historycznym

Kryzys finansowy to zjawisko, które jest nieodłącznym elementem gospodarki. Wraz z rozwojem gospodarek wzrastała liczba kryzysów oraz ich znaczenie. Wzrost ten jest szczególnie widoczny w XX w., w którym w gospodarce światowej następowały takie zjawiska jak liberalizacja przepływów towarowych oraz finansowych, rozwój rynków finansowych, deregulacja wielu dziedzin gospodarek oraz postępująca globalizacja. Każdy kolejny kryzys miał podobne przyczyny, występował nagle, ale po określonej sekwencji wydarzeń, i rozprzestrzeniał się coraz szybciej na inne kraje.

Większość kryzysów rozwija się w bardzo podobny sposób, według tego samego lub bardzo podobnego scenariusza. Mają one najczęściej swój początek w bańce spekulacyjnej, która polega na tym, że cena określonego dobra (np. nieruchomości, akcje) zdecydowanie przekracza jego wartość rzeczywistą. Najczęściej dochodzi w tej sytuacji do akumulacji długu i zwiększenia podaży kredytów w związku z tym, że inwestorzy zaciągają kredyty na zakupy drożejących aktywów. Zwykle przyczyna tkwi w słabości nadzoru finansowego oraz nazbyt liberalnych zasadach funkcjonowania systemu finansowego bądź w nadmiernym rozluźnieniu polityki pieniężnej przez bank centralny [Roubini, Mihm, 2011, s. 35].

Jednym z największych i najbardziej dotkliwych w skutkach kryzysem finansowym był wielki kryzys z końca lat 20. XX w. Stany Zjednoczone po I wojnie światowej stanęły na czele gospodarki światowej. Odbudowa zniszczonych po wojnie krajów napędzała przemysł i całą amerykańską gospodarkę, przedsiębiorstwa amerykańskie osiągały nadzwyczaj wysokie zyski, następowała akumulacja kapitału oraz rosło zainteresowanie Amerykanów akcjami dynamicznie rozwijających się przedsiębiorstw. Ta wzmożona aktywność inwestycyjna na rynku papierów wartościowych doprowadziła do powstania bańki spekulacyjnej pod koniec lat 20. Społeczeństwo amerykańskie lokowało dużą część oszczędności w akcje, a dodatkowo z chęci uzyskania nadzwyczajnego zysku zaciągało kredyty na zakup akcji. Rosła akcja kredytowa, ceny akcji rosły aż do pęknięcia bańki i załamania rynku papierów wartościowych [Nawrot, 2009, s. 20–21]. Konsekwencją tego kryzysu, a jednocześnie błędne decyzje FED, który zamiast prowadzić ekspansywną politykę pieniężną, postępował wręcz odwrotnie i ograniczył podaż pieniądza w latach 1929–1933, co doprowadziło do ograniczenia płynności finansowej i dostępności kredytów, a to z kolei wywołało zmianę krachu giełdowego w kryzys bankowy, który przyczynił się do głębokiej depresji gospodarczej [Roubini, Mihm, 2011, s. 43]. Kryzys ten miał wpływ na całą gospodarkę światową, gdyż USA wstrzymały udzielanie kredytów zagranicznych, co spowodowało osłabienie gospodarek krajów europejskich. Został zahamowany handel z USA

oraz pojawiły się spekulacje walutowe, a to wywołało kryzysy walutowe w kilku krajach europejskich.

Tabela 2. Wybrane kryzysy finansowe XX wieku

Rok	Kraj	Czynnik wywołujący bańkę spekulacyjną	Czynnik wzmacniający popyt	Szczyt spekulacji (rok)	Kryzys, krach, panika (rok)
1929	USA	Silny wzrost cen ziemi i akcji	Akcje kupione na kredyt	Wrzesień 1929	Październik 1929
1931–1933	Europa	Odcięcie krajów europejskich od pożyczek z USA	Kredyty z USA	1929	Kraje europejskie – kolejne miesiące 1931 USA – 1933
1974–1975	Świat	Koniec systemu z Bretton Woods, wzrost cen ropy naftowej (OPEC)	Rynek eurodolara	1973	1974–1975
1979–1982	Świat	Pożyczki syndykowane dla krajów Trzeciego Świata, wzrost cen ropy – 1979 (OPEC), wzrost cen nieruchomości, ziemi, dolara w USA		1979	Dolar – 1979 Ziemia rolna – 1979 Ropa naftowa – 1980 Zadłużenie krajów Trzeciego Świata – 1982
1994–1995	Meksyk	Deregulacja, przyływ i odpływ kapitału, wewnętrzny boom	Przeływ kapitału, kredyty bankowe, nowe krajowe banki 1991, prywatyzacja 1991	1994–1995	1994–1995
1997–1998	Tajlandia, Indonezja, Malesja, Korea, Rosja, Brazylia	Deregulacja, przyływ i odpływ kapitału, zadłużenie zagraniczne	Kredyty bankowe, boom w budownictwie	1997–1998	1997–1998

Źródło: Kindleberger, Aliber, 2005, s. 300–303.

Po upadku systemu z Bretton Woods w 1971 r. dolar stracił mocno na wartości, poszczególne kraje przeszły na płynne kursy walutowe, co spowodowało wzrost podaży pieniądza, czego konsekwencją był wzrost inflacji. Na to nałożyły się skutki wojny na Bliskim Wschodzie, która spowodowała czterokrotny wzrost cen ropy naftowej w latach 1973 i 1979. Skutkiem była stagflacja. W USA zostały mocno podniesione stopy procentowe, co stłumiło inflację i przyczyniło się do wzrostu gospodarczego. Jednak to pociągnięcie miało negatywne skutki dla kra-

jów Ameryki Łacińskiej, które w latach 70. XX w. weszły na drogę reform finansowanych kredytami zagranicznymi. Po podniesieniu stóp procentowych kraje te nie były w stanie obsłużyć swojego zadłużenia zagranicznego i zawiesiły spłatę swoich długów [Roubini, Mihm, 2011, s. 44–45].

Gdy kraje Ameryki Łacińskiej uporały się z kryzysem zadłużenia zagranicznego w latach 90. XX w. zaczął napływać do nich z powrotem kapitał zagraniczny. Jednak w kilku z tych krajów pojawiły się ponownie kłopoty wynikające z powstania baniek spekulacyjnych i nadmiernego zadłużenia w różnych sektorach gospodarki. Jednym z krajów dotkniętym wówczas przez kryzys był Meksyk w latach 1994–1995.

W ostatnim dwóch dekadach XX w. powstało najwięcej baniek w historii gospodarki światowej. Banki takie powstały m.in. w Japonii, Finlandii, Norwegii i Szwecji na rynku nieruchomości i akcji w drugiej połowie lat 80. XX w., w krajach Azji Płd.-Wsch. w drugiej połowie lat 90., co spowodowało w tych krajach kryzysy walutowe, a w niektórych również bankowe [Nawrot, 2009, s. 44–45].

Charakterystyczną cechą wszystkich kryzysów było to, że wystąpienie ich w jednym kraju zawsze odbijało się negatywnie na innych krajach powiązanych gospodarczo. Ponadto większość kryzysów, szczególnie w latach 90. XX w. dotyczyła krajów rozwijających się i stosujących system stałego kursu walutowego. Tak jak już zauważono, kryzysy, które występowały wcześniej w dużej mierze wpisują się w schemat niestabilności systemu finansowego Mynsky'ego.

3. Przyczyny współczesnego kryzysu finansowego

Za jedną z pierwotnych przyczyn globalnego kryzysu finansowego można uznać naciski ze strony Billa Clintona na możliwość udzielania kredytów hipotecznych osobom o niższych dochodach. Pod koniec lat 90. XX w. dokonano w USA deregulacji, która pozwoliła na tworzenie, sprzedaż i obrót finansowymi produktami pochodnymi (*derivatives*), które były tworzone na podstawie nie płynnych instrumentów pierwotnych, takich jak kredyty i pożyczki. Umożliwiło to sekurytyzację kredytów hipotecznych, co oznacza ich sprzedaż i emitowanie na ich bazie nowych papierów wartościowych zabezpieczonych nieruchomościami finansowanymi kredytem hipotecznym. Banki hipoteczne sprzedawały kredyty hipoteczne instytucjom pośredniczącym – firmom ubezpieczeniowym Fannie Mae i Freddie Mac – które z kolei na ich podstawie emitowały płynne papiery wartościowe (tzw. *Collateralized-Debt Obligations* – CDO lub *Mortgage-Backed Securities* – MBS) i sprzedawały je innym instytucjom finansowym, np. funduszom inwestycyjnym i emerytalnym, bankom inwestycyjnym czy towarzystwom ubezpieczeniowym [Baily, Litan, Johnson, 2008, s. 7]. Sekurytyzacją zostały objęte inne rodzaje kredytów: na

zakup samochodów i innych dóbr, w ramach kart kredytowych, tworząc szerszą klasę papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami kredytowymi – ABS (*Asset-Based Securities*). Jeden taki pakiet instrumentów pierwotnych mógł być wielokrotnie wykorzystywany jako podstawa emisji. To spowodowało ogromny wzrost wartości takich papierów wartościowych na rynkach finansowych. Swoboda przepływu kapitału umożliwiła napływ do USA inwestorów zagranicznych, którzy uznali papiery ABS za dobre i pewne inwestycje. W taki sposób powstał nowy model finansowania zakupów nieruchomości, w którym relacja pomiędzy bankiem i dłużnikiem stała się tylko początkiem skomplikowanego procesu, do którego włączono inne instytucje finansowe. Sprzedaż pakietów kredytów hipotecznych jest dla banków bardzo korzystna, ponieważ pozbywają się tych kredytów ze swoich bilansów, a przerzucając ryzyko na inne instytucje, mogą udzielać kolejnych kredytów. Model ten nazywany jest modelem *originate-to-distribute* (OTD). Pozwolił on bankom na przyspieszenie akcji kredytowej (bez konieczności powiększania bazy kapitałowej banków) przez wielokrotną sekurytyzację, co doprowadziło do zaniżania ryzyka [Rosati, 2010, s. 106–108].

Natomiast za prezydentury Geорга W. Busha, kiedy to wystąpiło spowolnienie gospodarki USA, w celu jej ożywienia wprowadzono zmiany aktów prawnych, które spowodowały liberalizację przepisów przed nadmiernym ryzykiem banków i towarzystw ubezpieczeniowych [Pniewska, 2011, s. 31–32].

Dalszych przyczyn współczesnego kryzysu finansowego można upatrywać w błędnej polityce amerykańskiego Banku Rezerw Federalnych (FED) prowadzonej od 2001 r. FED w odpowiedzi na niekorzystne zmiany gospodarcze, jakie wystąpiły po pęknięciu tzw. „bańki internetowej”, zaczął obniżać stopy procentowe w celu ożywienia gospodarki amerykańskiej. Zostały one obniżone z poziomu 6,5% w 2001 r. do 1% w 2003 r. Obniżenie stóp procentowych przy niskim poziomie inflacji spowodowało, że amerykańska gospodarka zaczęła osiągać dobre wyniki – wzrost gospodarczy w III kwartale 2003 r. na poziomie 7,5% [Gradziuk, Koczor, 2008, s. 1].

Bardzo niskie stopy procentowe i duże ożywienie gospodarcze doprowadziły do znacznej akcji kredytowej kredytów hipotecznych wysokiego ryzyka (substandardowych) tzw. *subprime*, co potwierdza hipotezę niestabilności systemu finansowego stworzoną przez Hymana Minsy’ego. Produkty hipoteczne w USA cechowały się niskimi wstępnymi stopami procentowymi, rosnącymi znacznie po zakończeniu okresu początkowego, co sprawiało, że były atrakcyjne dla konsumentów ustanawiających nową hipotekę. Bańka na amerykańskim rynku nieruchomości tworzyła się od połowy lat 90. do 2006 r. W latach 2006–2007 jednocześnie wzrosły stopy procentowe i zmalała wartość nieruchomości, co doprowadziło do tego, że wielu kredytobiorców nie było w stanie dłużej spłacać swoich kredytów, banki miały coraz gorszy portfel kredytowy, coraz niższe wpływy z rat kredyto-

wych i coraz mniejsze możliwości udzielania nowych kredytów. Po pewnym czasie zaczęto zauważać, że zbyt duża dostępność produktów hipotecznych, zwłaszcza kredytów typu *subprime*, udzielanych osobom o zbyt niskiej zdolności, bądź o złej historii kredytowej, doprowadziła do tego, że praktycznie każdy mógł dostać kredyt i niestety znacząca liczba kredytobiorców nie poradziła sobie z jego terminową spłatą [Borcuch, 2009, s. 133–134; Ostalecka, 2009, s. 10]. Kłopoty kredytobiorców uniemożliwiające im spłatę zaciągniętych wcześniej kredytów wynikały również z faktu zwolnienia gospodarki amerykańskiej pociągającego za sobą wzrost bezrobocia. Te czynniki wywołały spadek rynkowych cen papierów MBS, co spowodowało dokonanie przez ich posiadaczy, czyli banki inwestycyjne, ich przeceny według bieżącej wartości rynkowej. Jednocześnie musiały one ujawnić związane z tym straty kapitałowe.

Jednym z niepokojących sygnałów było ogłoszenie przez HSBC (trzeci co do wielkości bank na świecie) niższych od oczekiwanych wyników finansowych wynikających ze wzrostu udziału kredytów zagrożonych, w szczególności kredytów typu *subprime*. Te same problemy pojawiły się u amerykańskiego kredytodawcy z segmentu ryzykownych kredytów hipotecznych – New Century Financial (upadek w kwietniu 2007 r.). Inne instytucje finansowe zaczęły również tracić na wartości, w tarapatkach znalazły się m.in. JP Morgan, Lehman Brothers, Wells Fargo, American Home Mortgage Investments czy Accredited Home Lenders [Nawrot, 2009, s. 25–26]. W czerwcu 2007 r. upadły dwa fundusze hedgingowe należące do Bear Stearns, które również inwestowały w papiery wartościowe związane z rynkiem kredytów *subprime*. Bankructwa te były dla inwestorów sygnałem, iż należy pozbyć się papierów wartościowych opartych na kredytach ryzykownych. Kiedy na jaw wyszło, że takie kredyty stanowią duży udział w światowym systemie finansowym na rynku pojawiła się panika, która nasiliła się wtedy, kiedy banki ujawniły, że udało im się przenieść tylko część ryzyka na zewnętrznych inwestorów, a reszta toksycznych aktywów obciążała ich bilanse. Wierzyciele, którzy udzielili krótkoterminowych pożyczek zażądali zwrotu swoich pieniędzy od banków oraz innych instytucji finansowych, takich jak parabankowe prywatne firmy udzielające kredytów hipotecznych, fundusze rynku pieniężnego, fundusze hedgingowe, banki inwestycyjne, fundusze rynku pieniężnego i inne instytucje finansowe. W 2008 r. upadło ponad trzysta takich instytucji finansowych, a upadek groził kilku dużym bankom. Słaba jakość portfela kredytowego i ogólny krach na amerykańskim rynku finansowym doprowadziły do bankructwa takich banków, jak Bear Stearns oraz Lehman Brothers. Merrill Lynch został wykupiony przez Bank of America, a Goldman Sachs i Morgan Stanley przeobraziły się w holdingi bankowe, zdobywając pieniądze z FED i godząc się jednocześnie na ściślejszy nadzór. Panika rozszerzyła się na inne części rynku finansowego – niewypłacalny stał się uważany dotąd za szczególnie bezpieczny Reserve Primary Fund ze względu na

powiązania z Lehman Brothers, w kłopoty popadł ubezpieczyciel AIG, który został wsparty przez FED [Roubini, Mihm, 2011, s. 55–57].

Mimo starań i dofinansowania w 2008 r. kilku instytucji finansowych przez FED sytuacja w Stanach Zjednoczonych pogorszyła się. Powodem pogłębienia się recesji był brak odpowiedniej komunikacji między sektorem rządowym a resztą społeczeństwa. Brak informacji odnośnie do tego, dlaczego jedne instytucje dostały dofinansowanie, a inne nie, doprowadził do tego, że wybuchła ogólna panika, ludzie nie wierzyli w to, że państwo ma konkretny plan na opanowanie kryzysu [Taylor, 2010, s. 53–59].

John B. Taylor [2010, s. 57] zauważył, że znaczne pogorszenie sytuacji odnotowano po przedstawieniu, 23 września 2008 r., przez przewodniczącego Rady Gubernatorów Rezerw Federalnych Bena Bernanke'a oraz Sekretarza Departamentu Skarbu Harry'ego Paulsona, pakietu pomocowego liczącego 2,5 strony, w którym nawet nie było mowy o jakimkolwiek nadzorze. Plan został ostro skrytykowany przez opinię publiczną. Najprawdopodobniej ta sytuacja wpłynęła na pogłębienie recesji na rynku i zwiększenie ryzyka. Przekonanie mas, że plan interwencyjny nie jest planem przemyślanym, że sytuacja gospodarcza kraju jest znacznie gorsza, niż ta podawana do ogólnych wiadomości waz ze wzrastającą paniką i brakiem odpowiedniego dialogu pomiędzy rządzącymi a ludnością kraju były zdaniem Taylora kluczowymi przyczynami pogłębienia i wydłużenia kryzysu. Według Taylora największym błędem popełnionym w czasie kryzysu była zła ocena źródła kryzysu. Banki centralne, które przyjęły, że recesja jest spowodowana brakiem płynności, zaczęły wpompowywać do gospodarek ogromne ilości pieniędzy. Taka reakcja niestety nie przyniosła większych korzyści, gdyż głównym źródłem kryzysu był brak przejrzystości rynku finansowego i ryzyko kredytowe.

Prawdopodobną przyczyną fiaska tego pierwszego planu ratunkowego było to, że został stworzony za późno, kryzys finansowy ujawnił się już w gospodarce, banki ograniczyły akcję kredytową i to doprowadziło gospodarkę USA do recesji [Rosati, 2010, s. 109–110].

Kryzys rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych, ale rozprzestrzenił się na całą gospodarkę światową, dotknął wysoko rozwiniętych gospodarek krajów europejskich, jak również gospodarek krajów wschodzących, gospodarkę Japonii czy Chin. Banki europejskie były również powiązane z amerykańskim rynkiem kredytów *subprime*. Problemy pojawiły się m.in. w trzech niemieckich bankach (IKB Duetsche Industriebank, Sachsem LB oraz West LB), we francuskim BNP Paribas, w brytyjskich bankach (Barclays Bank, Northern Rock, HSBC, Royal Bank of Scotland) czy w szwajcarskim Credit Suisse. W tej sytuacji Europejski Bank Centralny zdecydował się tak samo jak FED na interwencje mające na celu złagodzenie skutków załamania się rynku kredytów *subprime* oraz przywrócenie płynności rynku. Takie interwencje zostały podjęte również nieco później przez Bank Anglii [Nawrot, 2009, s. 28–30].

4. Skutki współczesnego kryzysu finansowego dla gospodarki światowej

Kryzys, który początkowo wystąpił na amerykańskim rynku mieszkaniowym przekształcił się w globalny kryzys gospodarki światowej, którego rozmiary porównuje się z wielkim kryzysem z lat 1929–1933. Bardzo trudno jest znaleźć jednoznaczną odpowiedź na pytanie, jaki wpływ globalny kryzys finansowy miał na całą gospodarkę światową. Ze względu na ograniczoną objętość artykułu przedstawiona poniżej analiza ma charakter wrywkowy i mocno uproszczony.

Rynek kredytu hipotecznego w Stanach Zjednoczonych uzyskał bardzo szeroki dostęp do światowych zasobów finansowych za pośrednictwem mechanizmu sekurytyzacji. Największą grupę nabywców papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych stanowiły banki zagraniczne oraz inne instytucje finansowe z różnych rejonów świata [Czekaj, 2010, s. 196].

Międzynarodowy Fundusz Walutowy oszacował, że w latach 2007–2010 odpisy sektora bankowego na złe kredyty hipoteczne i papiery wartościowe wyemitowane na ich bazie sięgnęły 2 276 mld USD. Udział banków amerykańskich w tych odpisach wynosi prawie 39%, banków brytyjskich prawie 20%, banków strefy Euro ponad 29%, pozostałych banków europejskich niecałe 7% oraz banków azjatyckich 5% [*Global Financial Stability Report*, 2010, s. 12]. Straty w pozostałych instytucjach finansowych też były ogromne. Fundusz oszacował, że na koniec października 2008 r. tylko na amerykańskim rynku wyniosły one 1 405 mld USD [*Global Financial Stability Report*, 2008, s. 14–15]. Skutki bezpośrednie załamania rynku kredytów hipotecznych w USA najbardziej odczuły rynki finansowe krajów wysoko rozwiniętych, ponieważ to one poprzez swój rozwój i zasięg miały nieograniczony dostęp do instrumentów, których rynek się załamał. Instytucje finansowe gospodarek wschodzących, do których należy Polska, nie odczuły bezpośrednich strat z tytułu inwestycji w te instrumenty, w związku z mniejszą ich popularnością oraz dostępnością.

Jednakże zarówno gospodarki krajów wysoko rozwiniętych, jak i krajów wschodzących odczuły skutki kryzysu w postaci pogorszenia sytuacji gospodarczej z dwóch podstawowych przyczyn [Czekaj, 2010, s. 196]:

- spadku popytu w szczególności na rynkach krajów wysoko rozwiniętych, co było przyczyną załamania światowego eksportu;
- wstrząsów na rynkach finansowych i walutowych, które spowodowały gwałtowne zmiany kursów walut szczególnie krajów wschodzących oraz wycofywanie kapitału przez instytucje funkcjonujące na rynku międzynarodowym z powodu rekompensowania strat lub podwyższenia oceny ryzyka inwestowania na tych rynkach.

Według danych Światowej Organizacji Handlu największe załamanie handlu światowego miało miejsce w czwartym kwartale 2008 r. oraz w pierwszym 2009 r. Skutki kryzysu szczególnie dotkliwe były dla eksportu oraz importu praktycznie wszystkich krajów na świecie. Światowy eksport w roku 2009 obniżył się o 12%, a światowy import o 12,9%. Trochę bardziej ucierpiały kraje wysoko rozwinięte (spadek eksportu o 15,1% i importu o 14,4%), natomiast nieco mniejsze spadki zanotowały gospodarki krajów wschodzących (spadek eksportu o 7,4%, a importu o 10,5%). W 2010 r. sytuacja uległa znacznej poprawie – nastąpił wzrost zarówno światowego eksportu, jak i importu odpowiednio o 13,8% i 13,7%. Gospodarki krajów wysoko rozwiniętych zanotowały odpowiednio wzrosty o 13% i 10,9%, a gospodarki krajów wschodzących wzrosty o 14,9% i 18,1%. Niestety w 2011 r. nastąpiło ponowne spowolnienie, ale już nie tak drastyczne jak w 2009 r. (zob. tabela 3).

Spadek obrotów handlu światowego był szczególnie dotkliwy dla tych krajów, w których udział obrotów handlu zagranicznego jest wysoki.

Tabela 3. Produkt krajowy brutto oraz handel światowy w poszczególnych regionach w latach 2009–2011 (roczna zmiana w %)

Wyszczególnienie	Produkt krajowy brutto			Eksport			Import		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Świat	-2,6	3,8	2,4	-12,0	13,8	5,0	-12,9	13,7	4,9
Ameryka Płn.									
USA	-3,6	3,2	1,9	-14,8	14,9	6,2	-16,6	15,7	4,7
Centralna i Płd. Ameryka	-3,5	3,0	1,7	-14,0	15,4	7,2	-16,4	14,8	3,7
i Płd. Ameryka	-0,3	6,1	4,5	-8,1	5,6	5,3	-16,5	22,9	10,4
Europa									
UE (27)	-4,1	2,2	1,7	-14,1	10,9	5,0	-14,1	9,7	2,4
UE (27)	-4,3	2,1	1,5	-14,5	11,5	5,2	-14,1	9,5	2,0
Związek Państw Niepodległych (CIS)	-6,9	4,7	4,6	-4,8	6,0	1,8	-28,0	18,6	16,7
Afryka	2,2	4,6	2,3	-3,7	3,0	-8,3	-5,1	7,3	5,0
Środkowy Wschód	1,0	4,5	4,9	-4,6	6,5	5,4	-7,7	7,5	5,3
Azja									
Chiny	-0,1	6,4	3,5	-11,4	22,7	6,6	-7,7	18,2	6,4
Chiny	9,2	10,4	9,2	-10,5	28,4	9,3	2,9	22,1	9,7
Japonia	-6,3	4,0	-0,5	-24,9	27,5	-0,5	-12,2	10,1	1,9
Indie	6,8	10,1	7,8	-6,0	22,0	16,1	3,6	22,7	6,6
Kraje nowo uprzemysłowione	-0,6	8,0	4,2	-5,7	20,9	6,0	-11,4	17,9	2,0
Gospodarki wysoko rozwinięte	-4,1	2,9	1,5	-15,1	13,0	4,7	-14,4	10,9	2,8
Gospodarki wschodzące i CIS	2,2	7,2	5,7	-7,4	14,9	5,4	-10,5	18,1	7,9

Źródło: www.wto.org/english/news_e/pres12_e/pr658_e.htm#table1 (15.03.2012 – data zaczerpnięcia).

Kryzys odbił się również na tempie wzrostu PKB poszczególnych krajów. W 2009 r. światowy PKB spadł o 2,9%, przy czym w krajach wysoko rozwiniętych spadł o 4,1%, natomiast w rozwijających się wzrósł o 2,2%. W 2010 r. sytuacja poprawiła się, nastąpił wzrost światowego PKB o 3,8%, ale w 2011 r. znowu nastąpiło pogorszenie i tempo wzrostu światowego PKB wyniosło 2,4% (zob. tabela 3). Główną przyczyną spadku PKB było załamanie handlu światowego.

Wstrząsy na międzynarodowych rynkach finansowych i walutowych miały negatywny wpływ na kraje, które wykazywały wcześniej deficyty w handlu zagranicznym oraz na rachunkach obrotów bieżących w bilansie płatniczym, które stosowały sztywny kurs walutowy oraz takie, których sytuacja fiskalna uległa pogorszeniu [Czekaj, 2010, s. 196]. Ten ostatni przypadek dotyczy w szczególności Grecji, która nie może poradzić sobie z zadłużeniem, a agencje ratingowe obniżają cały czas jej wiarygodność. Sytuacja ta ma wpływ na wszystkie kraje strefy euro i na pewno część z nich może być zagrożona również kryzysem zadłużenia.

Wystąpiło też wiele innych negatywnych skutków w różnych segmentach gospodarki [Nawrot, 2009, s. 83–120]:

- upadłości wielu instytucji finansowych (np. amerykańskie Bear Stearns, Lehman Brothers), znacjonalizowanie tych, które znalazły się na krawędzi bankructwa (np. brytyjski Northern Rock oraz Bradford&Binglay, amerykański Fannie Mae i Freddie Mac) oraz przejęcia (Merrill Lynch przez Bank of America, HBOS przez Lloyds, Margan Stanley przez Mitsubishi);
- wiele banków poniosło straty w związku ze straconymi kredytami i dotknął ich problem spełnienia wymogów kapitałowych – pojawiła się więc potrzeba dofinansowania tych banków przez poszczególne kraje (w Europie największe dokapitalizowanie miało miejsce w przypadku Royal Bank of Scotland oraz HBOS, a w USA w przypadku Citigroup, JP Morgan, Bank of America Corporation, Morgan Stanley);
- załamanie rynków papierów wartościowych w USA, Wielkiej Brytanii, krajach strefy euro oraz krajach azjatyckich oraz brak jakichkolwiek ruchów w segmencie papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych;
- w związku z załamaniem na giełdach ogromne straty poniosły fundusze inwestycyjne oraz emerytalne, które inwestują głównie na rynkach papierów wartościowych – spadła wartość ich portfeli inwestycyjnych, a co za tym idzie wartość jednostek uczestnictwa, wiele z nich stanęło na krawędzi bankructwa, a kilka zbankrutowało;
- załamanie handlu światowego, o którym była mowa wcześniej spowodowało spadek produkcji, wzrost bezrobocia, spadek konsumpcji, spadek inwestycji;
- w związku z powyższym ucierpiały też gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa (niższe dochody, zagrożenie bezrobociem, ograniczenie kredytu zwłaszcza hipotecznego ze strony banków);

– wzrost wydatków rządowych oraz przyrost długu publicznego – wydatki na dofinansowanie banków i innych instytucji finansowych, ustabilizowanie rynków finansowych po kryzysie przybrały nieoczekiwane i nieplanowane rozmiary (największy przyrost długu publicznego zanotowała w 2007 r. Japonia, później strefa euro i USA).

Ekonomiści Światowej Organizacji Handlu przewidują, że handel światowy po znacznym spowolnieniu w 2011 r. w stosunku do roku 2010, będzie spowalniał nadal. Zakładają oni, że w 2012 r. wzrost handlu światowego wyniesie jedynie 3,7%. Pogorszenie koniunktury w 2012 r. jest związane z szybszym niż przewidywano spowolnieniem gospodarczym w UE, możliwością przenoszenia się kryzysu związanego z zadłużeniem Grecji na inne kraje regionu, rosnącymi cenami ropy naftowej oraz występowaniem ryzyka geopolitycznego [www.wto.org].

Podsumowanie

Globalny kryzys finansowy, który miał miejsce w latach 2008–2009 był jednym z największych, jeśli nie największym kryzysem finansowym w historii gospodarki światowej. Rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych, ale odbił się na gospodarkach praktycznie wszystkich krajów na świecie. Skutki kryzysu odczuwalne są do dzisiaj i nie wiadomo, kiedy gospodarka światowa się odbije i zacznie funkcjonować w sposób normalny. Przyczyn kryzysu upatruje się w kilku czynnikach, które pojawiły się na rynku amerykańskim, poczynając od rozluźnienia przepisów dotyczących udzielania kredytów hipotecznych, przez błędy popełnione w polityce fiskalnej prowadzonej przez FED, aż po nieuzasadnione przyzwolenie rozwoju rynku niepewnych kredytów hipotecznych i papierów wartościowych emitowanych na ich bazie. Przebieg kryzysu był standardowy i wpisywał się w typowy modelowy kryzys opisany przez wielu naukowców – na uwagę zasługuje tu model kryzysu Hymana Minsky'ego.

Natomiast szczególnie dotkliwe były skutki kryzysu zarówno dla gospodarki amerykańskiej, jak i dla innych krajów. Wiele dużych banków oraz instytucji finansowych zbankrutowało, a sektor niezależnej bankowości inwestycyjnej funkcjonującej kilkadziesiąt lat przestał po kryzysie istnieć. Większość państw musiała dokapitalizować banki komercyjne, które borykały się z problemem spełnienia wymogów kapitałowych. Załamały się rynki akcji szczególnie w USA, Wielkiej Brytanii, krajach strefy euro i krajach azjatyckich. Rynek papierów wartościowych bazujących na kredytach hipotecznych przestał funkcjonować. Załamania na rynkach papierów wartościowych przełożyły się na wyniki funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, które gwałtownie się pogorszyły. Handel światowy uległ załamaniu, podobnie stało się z inwestycjami czy konsumpcją. Te negatyw-

ne skutki dla gospodarki światowej przełożyły się również na skalę mikro, czyli gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa, które ucierpiały w związku z załamaniem produkcji, wzrostem bezrobocia, spadkiem dochodów, utrudnionym dostępem do kredytów, szczególnie hipotecznych.

W roku 2010 gospodarka światowa przyspieszyła, ale w 2011 nastąpiło znów spowolnienie, które prawdopodobnie utrzyma się w roku 2012. Przyczyną tego są problemy strefy euro (w szczególności Grecji), rosnące ceny ropy naftowej oraz napięta sytuacja geopolityczna.

Bibliografia

- Baily M.N., Litan R.E., Johnson M.S., 2008, *The Origins of Financial Crisis, Fixing Finance Series – Paper 3*, November, www.brooking.edu (20.03.2012 – data zacytowania).
- Bednarczyk J.L., Bukowski S.I., Misala J. (red.), 2009, *Współczesny kryzys gospodarczy. Przyczyny – przebieg – skutki*, Wyd. CeDeWu, Warszawa.
- Borcuch A., 2009, *Globalny system pieniężny*, Wyd. CeDeWu, Warszawa.
- Bordo M., Eichengreen B., Klingebiel D., Martinez-Peira M.S., 2000, *Is Crisis Problem Growing More Severe?*, Economic Policy. A European Forum, no. 32.
- Chrabonszczewska W., 2005, *Międzynarodowe organizacje finansowe*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa.
- Czekaj J., 2010, *Wpływ Światowego kryzysu gospodarczego na polską gospodarkę*, [w:] G. Kołodko (red.), *Globalizacja, kryzys i co dalej?*, Poltext Sp. z o.o., Warszawa.
- Filar D., Rzońca A., Wójtowicz G. (red.), 2007, *Ekonomia po polsku*, Wyd. CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa.
- Global Financial Stability Report*, 2010, International Monetary Fund, Washington DC April.
- Global Financial Stability Report. Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, 2008, International Monetary Fund, Washington DC.
- Gradziuk A., Koczor M., 2008, *Unia Europejska a kryzys na amerykańskim rynku finansowym*, S. Dębski, A. Kondek, Ł. Kulesa (red.), *Biuletyn Polskiego Instytutu Spraw Międzynarodowych*, nr 45, Biuro Badań i Analiz.
- Kindleberger Ch., Aliber R., 2005, *Manias, Panics and Crashes. A History of financial crises*, John Wiley & Sons Inc., Fifth Edition, Hoboken, New Jersey.
- Korenik D., Korenik S., 2004, *Podstawy finansów*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Miklaszewski S. (red.), 2003, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze u progu XXI wieku*, Wyd. Difin, Warszawa.
- Minsky H., 1986, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, London.
- Nawrot W., 2009, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, Wyd. CeDeWu, Warszawa.
- Ostalecka A., 2009, *Kryzysy bankowe i metody ich przewyżyczenia*, Wyd. Difin, Warszawa.
- Pniewska K., 2011, *Wpływ globalnego kryzysu finansowego na polski sektor finansowy*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Reakcje rynku na kryzys finansowy*, Wyd. CeDeWu, Warszawa.
- Rosati D., 2010, *Przyczyny i mechanizmy kryzysu finansowego w USA w latach 2007–2009*, [w:] G. Kołodko (red.), *Globalizacja, kryzys i co dalej?* Poltext Sp. z o.o., Warszawa.
- Roubini N., Mihm S., 2011, *Ekonomia kryzysu*, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Warszawa.

Sławiński A., 2008, *Przyczyny globalnego kryzysu bankowego*, Materiały konferencyjne pt. Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa.

Taylor J.B., 2010, *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
http://www.wto.org/english/news_e/pres12_e/pr658_e.htm#table1 (15.03.2012 – data zacytowania).