

*Kryzys finansowy:
rynek czy państwo?
Przypadek Islandii*

Kamil Pruchnik

Kryzys finansowy: rynek czy państwo? Przypadek Islandii

Synteza

Obecnie pojawia się wiele artykułów ekonomicznych, sugerujących, iż załamanie finansowe w Islandii w latach 2008-2009 było spowodowane neoliberalną polityką gospodarczą, a sam kryzys nazywany jest przez niektórych komentatorów "kryzysem kapitalizmu". Jednak dokładniejsza analiza pokazuje, że kryzys w Islandii był wywołany przede wszystkim przez liczne błędy w polityce gospodarczej w latach 2001-2008:

- **Zbyt niskie stopy procentowe banku centralnego w Islandii w latach 2001-2008**

Powodowało to zwiększenia bazy monetarnej, a w efekcie wywierało presję na banki w celu agresywnego udzielania tanich kredytów. Nadpłynność zwiększała skłonność firm do ryzyka (tzw. *search for yield*).

- **Interwencje na rynku mieszkaniowym**

Rząd objął gwarancją dług *Housing Finance Fund* (HFF), publicznej instytucji udzielającej tanich kredytów hipotecznych, pełniącej w Islandii rolę *Fannie Mae* oraz *Freddie Mac*. HFF oferował niekonkurencyjnie tanie kredyty, co powodowało ucieczkę banków islandzkich za granicę.

- **Błędy instytucji państwowych**

Zarówno islandzki bank centralny, jak i nie dofinansowany KNF nie zdołali szybko zidentyfikować zagrożeń wynikających z rozbudowanego sektora bankowego i szkodliwej działalności HFF.

- ***Crony Capitalism, zwany potocznie "rzeczpospolitą koleśków"*¹**

W Islandii przeprowadzono „wypaczoną prywatyzację”, w wyniku której władzę w największych firmach mieli biznesmeni silnie powiązani z rządem.

W efekcie powyższych błędów zaistniałych w Islandii w latach 2003-2008 miał miejsce silny boom kredytowy. Po upadku Lehman Brothers, islandzkie banki, mając kłopoty z rolowaniem długu, upadły, a ciężar sektora bankowego przygniósł całą gospodarkę.

Kryzys islandzki jest kolejnym przykładem na to, **iż to nie wolny rynek, ale maskowane interwencje na rynku kredytowym oraz błędy natury instytucjonalnej są przyczynami spektakularnych kryzysów bankowych.**

¹ Takie określenie odnosi się do sytuacji bliskich powiązań biznesu i państwa, gdy życie gospodarcze jest ściśle związane i uzależnione od polityki państwa. Wówczas powodzenie nie jest uzależnione od gry na wolnym rynku w ramach prawa, ale zależy od przychylności władzy w formie zezwoleń, zwolnień podatkowych, zamówień rządowych i innych korzystnych regulacji prawnych. Źródło: freeamericatoday.pl

1.

Obecnie dominują głosy, iż winą za kryzys w Islandii należy obarczyć bankierów, finansistów oraz deregulację gospodarki z lat 90-tych ...

...jest to powierzchowna analiza ignorująca prawdziwe przyczyny kryzysu. Nie wyjaśnia ona, dlaczego banki w Islandii gwałtownie urosły i dlaczego uciekły za granicę kraju.

Kryzysy finansowe są wywołane zazwyczaj przez dwa czynniki ...

... długotrwałe ekspansje budżetowe, które zwiększają dług publiczny (przykład Grecji)...

... lub politykę taniego pieniądza (przykład Islandii).

Kryzys finansowy – fałszywe diagnozy choroby

Wobec tak rzadkiego zjawiska, jakim jest bankructwo² kraju rozwiniętego, jesteśmy zasypywani artykułami i powierzchownymi analizami, które dowodzą, iż kryzys w Islandii (jak i boom) jest zasługą m.in. chciwych bankierów, deregulacji systemu finansowego czy rozpoczętej dwie dekady wcześniej prywatyzacji³. Główną winę kryzysu w Islandii, jak i na świecie, przypisuje się więc kapitalizmowi, a kryzys z 2008 często mylnie nazywany jest „kryzysem kapitalizmu”. Część ekonomistów, takich jak J.Danielsson oraz W.H.Buiter z London School of Economics, G.Zoeag’a oraz A.C.Sibert z University of London lub R.Lindsay z New York University oraz noblista J.E.Stiglitz z Columbia University wskazują, iż „wolnorynkowa”, nastawiona na prywatyzację i własność prywatną polityka gospodarcza rządu David’a Oddsson’a (premier od 1991 do 2004) doprowadziła do klęski, a Islandia jest dowodem na to, że wolny rynek zawodzi i potrzebna jest interwencja państwa.

Jest to powierzchowna analiza kryzysu islandzkiego, która ignoruje prawdziwe przyczyny narastania boomu kredytowego.

Po pierwsze, stwierdzenie, iż globalne załamanie z 2008 roku jest kryzysem kapitalizmu czy wolnej gospodarki rynkowej jest błędne. Przeprowadzone badania empiryczne dowodzą, że kryzysy finansowe wywołane są zwykle przez dwa czynniki. Pierwszym są długotrwałe ekspansje wydatków budżetowych, które prowadzą do narastania długu publicznego (przykład grecki)⁴. Drugim czynnikiem są błędy instytucji takich jak banki centralne, komisje nadzoru finansowego czy parlament oraz błędy w polityce gospodarczej. Badania przeprowadzone m.in. przez J.B.Taylor’a ze Stanford University dowodzą, iż wśród przyczyn globalnego kryzysu z 2008 roku należy wymienić m.in. zbyt luźną politykę monetarną FED, presję polityczną w USA na udzielanie kredytów osobom o niskiej wiarygodności finansowej, czy ulgi podatkowe

² Jako bankructwo kraju uznaje się sytuację, w której kraj nie jest w stanie spłacić swoich zobowiązań (w przypadku Islandii są to zobowiązania znacjonalizowanego *Icesave*). Niewypłacalność kraju-dłużnika uruchamia procedurę polegającą na wspólnym dochodzeniu roszczeń przez jego wierzycieli (w przypadku Islandii – Wielkiej Brytanii oraz Holandii) i umożliwia restrukturyzację dłużnika (w przypadku Islandii – reformy gospodarcze przeprowadzane od 2009 roku)

³ P. Gumbel (2008), *Iceland: Country that Became a Hedge Fund*, Money.cnn.com oraz P.Krugman (2010), *The Icelandic Post-Crisis Miracle*, The New York Times

⁴ OECD (2011), *Economic Surveys (Greece)*

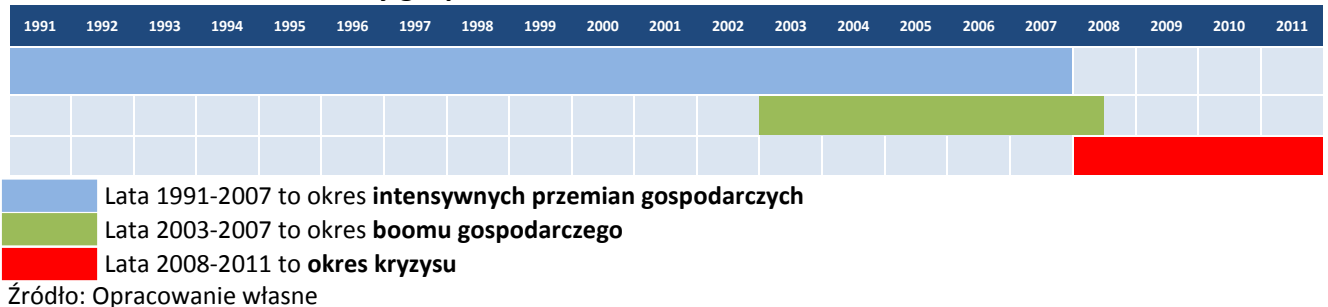
Aby zrozumieć kryzys islandzki, należy cofnąć się do roku 1991 i zanalizować zmiany w polityce gospodarczej

preferujące zadłużanie⁵.

Druga teza polegająca na stawianiu Islandii jako przykładu gospodarki, która przez wolnorynkowe reformy doprowadziła do bankructwa kraju jest również błędna i oparta na analizach, które nie biorą pod uwagę roli, jaką w nadmuchiowaniu bańki odegrały interwencje państwowe na rynku kredytowym w latach 2000-2005.

W celu przeprowadzenia rzetelnej analizy kryzysu islandzkiego, który wybuchł w 2008 roku należy cofnąć się dwie dekady, do początku lat 90-tych i zanalizować zmiany w polityce gospodarczej w Islandii. Można podzielić ten czas na trzy wzajemnie nachodzące na siebie podokresy, kolejno: reform gospodarczych (1991-2007), boomu kredytowego (2003-2007) oraz kryzysu (2008-2011).

Tabela 1. Badane okresy gospodarcze w Islandii



2.

Reformy gospodarcze w latach 1991-2007 w Islandii

Pod koniec lat 80-tych gospodarka Islandii kurczyła się 1% PKB rocznie...

... w celu poprawy sytuacji gospodarczej wybrano rząd na czele z Davidem Oddsonem.

Pierwszym okresem jest czas zmian w polityce gospodarczej, zapoczątkowany w 1991 roku przez rząd, którego premierem był David Oddsson z *Independence Party* (wygrane wybory w 1991 roku). **Uruchomił on ambitny zestaw reform gospodarczych, składający się z prywatyzacji, liberalizacji handlu zagranicznego, reformy emerytalnej oraz reformy podatkowej, które miały zaradzić pogarszającemu się stanowi gospodarki pod koniec lat 90-tych⁶. Z opisowych opracowań J.Danielsson'a oraz G.Zoeg'i czy M.Porter'a z C. Ketels'em wynika, iż w latach 80-tych w gospodarce nadal dominowała własność państwowa. O wysokim udziale sektora publicznego w gospodarce islandzkiej świadczy fakt, iż w tym czasie wciąż państwo było monopolistą w następujących sektorach: medialnym (radio oraz telewizja były tylko państwowe), alkoholowym, tytoniowym, telefonicznym, energetycznym, ciepłym,**

⁵ J.B.Taylor (2010), *Zrozumieć kryzys finansowy*, PWN

⁶ W latach 1988-1990 islandzka gospodarka kurczyła się średniorocznie prawie o 1 procent PKB, a średnioroczna inflacja wynosiła prawie 21% - na podstawie *World Economic Outlook database*, MFW (2011)

oraz hutniczym. W 1984 wprowadzono system indywidualnych kwot połowów w celu przeciwdziałania ciągłemu przetłowieniu. Rybołówstwo w latach 1981-1990 stanowiło ok. 8% PKB, a dominującymi sektorami w gospodarce były sektor usług oraz sektor przemysłu. Zmniejszające się zasoby ryb dookoła wyspy pod koniec lat 80-tych zmusiły rząd do ustawowego ograniczenia połowów na początku 1988 roku. W efekcie w 1989 roku deficyt budżetowy osiągnął poziom 3% PKB. Konsumpcja w Islandii spadła średnio prawie o 4% w latach 1988-89. W latach 1988-1990 średnioroczny wzrost PKB per capita w Islandii wynosił -0,72% w porównaniu do ponad 3% w pozostałych krajach OECD. Kraj chylił się ku ekonomicznej przepaści - polityka gospodarcza wymagała prawdziwej rewolucji.

Tabela 2. Harmonogram reform

Wydarzenie	1991/93	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Prywatyzacja (ogólna)	[Bar chart showing implementation from 1991/93 to 2000]														
Prywatyzacja banków	[Bar chart showing implementation from 1998 to 2003]														
Przyłączenie Islandii do EEA	[Bar chart showing implementation in 1994]														
Liberalizacja przepływów kapitału	[Bar chart showing implementation from 1994 to 1995]														
Reforma podatkowa	[Bar chart showing implementation from 1991/93 to 2007]														
Reforma emerytalna	[Bar chart showing implementation from 1997 to 2007]														
Otwarcie granic na emigrantów z UE	[Bar chart showing implementation in 2004]														
Nowy bank centralny	[Bar chart showing implementation in 2001]														

Źródło: Opracowanie własne

Wprowadził on w życie pakiet 4 reform: liberalizację handlu, prywatyzację, reformę emerytalną i podatkową...

Liberalizacja handlu następowała w latach 1994-1995. Rozpoczęła się od przyjęcia Islandii do Europejskiej Strefy Wolnego Handlu (EEA) w 1994 roku. W tym czasie zniesiono większość ograniczeń inwestycyjnych dla zagranicznych inwestorów oraz umożliwiono funduszom emerytalnym inwestycję w aktywa zagraniczne w wysokości 50% kapitału. Skutkowało to wzrostem inwestycji w Islandii, m.in. w aluminium o 160% w latach 1995-2006. Dopiero w połowie lat 90-tych pozwolono bankom komercyjnym na ustalanie własnego oprocentowania kredytów.

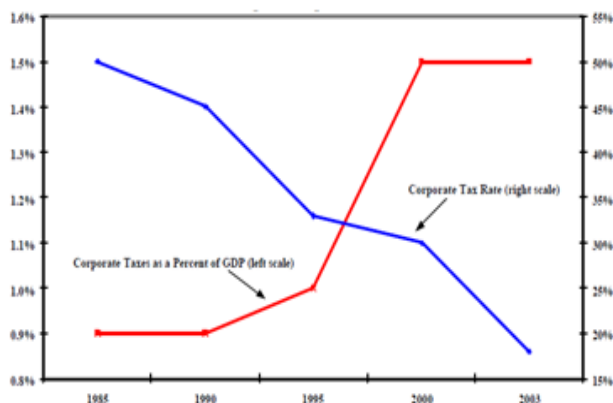
Prywatyzacja przebiegała w całym badanym okresie (1991-2007), jednak najintensywniej zachodziła w latach 1998-2003, gdy sprywatyzowano islandzkie banki⁷ oraz Telecom. W latach 1991-2007 państwowe spółki z wymienionych

⁷ Prywatyzacja islandzkich banków nie była jednak pozbawiona wad. Nie dopuszczono zagranicznych podmiotów do udziału w prywatyzacji, zaś w wyniku prywatyzacji banki znalazły się pod kontrolą biznesmenów,

sektorów były konsekwentnie sprzedawane (głównie poprzez wejścia na giełdę). Łącznie zyski z prywatyzacji w latach 1991-2007 wyniosły 12,3% PKB⁸.

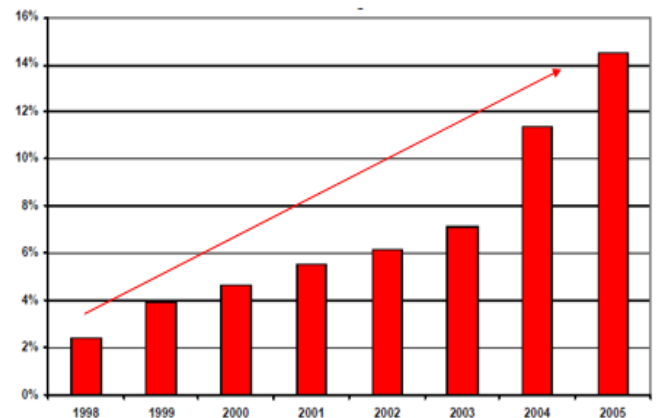
Zreformowano podatki obniżając je w latach 1991-2007. W 1991 roku stawka podatkowa od dochodów od osób prawnych (CIT) wynosiła 50%. Stopniowo zredukowano ją aż do poziomu 18% w 2002 roku. Podatki od osób fizycznych (PIT) wynoszące w 1991 roku 47% od dochodów również zmniejszono aż do poziomu 36% w 2007 roku. Zrównano również stawki podatkowe i od 2007 roku w Islandii obowiązywał podatek płaski⁹. Zmniejszono także podatek od zysków kapitałowych¹⁰ z 40% w 1997 roku do 10%. W efekcie przychody z tytułu podatków wzrosły z 30,9% PKB w 1990 roku do 41,4% PKB w 2007.

Obniżanie opodatkowania (stawki%) dla osób prawnych (*corporate tax*) a wzrastające przychody z tytułu podatku (%PKB)



Źródło: *The Iceland Tax System: Key features and lessons for Policy Makers*, Prosperitas.com (2007)

Rosnące przychody z podatku od zysków kapitałowych (%PKB)



Źródło: *The Iceland Tax System: Key features and lessons for Policy Makers*, Prosperitas.com (2007)

którzy posiadali silne powiązania z rządzącymi partiami w Islandii mimo zastrzeżeń islandzkiego KNF'u. Grupa powiązanych polityków i biznesmenów w Islandii, kontrolująca największe firmy takie jak banki czy Telecom nazywana była jako *Octopus* i była podręcznikowym przykładem istnienia w Islandii „*crony capitalism'u*”- A.Jonsson (2009), *Why Iceland?*, McGraw-Hill.

⁸ W stosunku do PKB z 2000 roku

⁹ W Islandii od 2007 roku obowiązywał podatek płaski na poziomie 36%. Nie był to podatek liniowy, gdyż w podatku obowiązującym w Islandii występowała kwota wolna (tzw. *annual tax free threshold* w wysokości 5000 USD od osoby dorosłej oraz 2000 USD od dziecka) od opodatkowania stwarzająca progresję.

¹⁰ W Islandii podatek od zysków kapitałowych (*capital gains tax*) obejmuje m.in. przychody z odpłatnego zbycia udziałów w spółkach mających osobowość prawną oraz papierów wartościowych, odsetki od wkładów oszczędnościowych i środków na rachunkach bankowych oraz odsetki od papierów wartościowych.

W latach 1997-1998 zreformowano system emerytalny¹¹. Uruchomiono III dobrowolny kapitałowy filar emerytalny oraz ulgi podatkowe w wysokości do 4% stawki opodatkowania, zachęcające do inwestowania w III dobrowolnym filarze (*voluntary fund*) oraz podniesiono obowiązkowe wpłaty do II filaru (*mandatory occupational fund*) w latach 2005 oraz 2007. W efekcie aktywa funduszy emerytalnych wzrosły z 65% PKB do 134% PKB w 2007 roku, zaś w cztery lata po wprowadzeniu reformy, 40% obywateli inwestowało w III filarze. W 2007 roku łącznie w III filar zainwestowano równowartość 15% PKB.

Powołano nowy islandzki bank centralny w 2001 roku. Jego celem stało się utrzymywanie inflacji na poziomie 2,5% w skali roku z dopuszczalnymi wahaniami w przedziale +/- 1,5%.

Tabela 3. Wyniki gospodarcze Islandii /Krajów OECD lata 1988-2000

Dane	1988/90	1991/95	1996/2000
PKB per capita USD w Islandii	26560	25494	28902,
PKB per capita USD w krajach OECD	18507	19509	21589
Wzrost PKB per capita (%) Islandii	-0,72	-0,71	3,9
Wzrost PKB per capita (%) krajów OECD	3,11	1,17	2,5
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (%PKB) Islandii	-0,13	-0,01	1,5
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (%PKB) OECD	1,03	0,79	2,81
Roczna Inflacja w Islandii (%)	20,67	3,61	2,82
Roczna Inflacja w OECD (%)	4,95	2,37	2,53
Bezrobocie w Islandii (%)	1,35	3,75	2,84
Bezrobocie w OECD (%)	6,26	7,29	6,77
Kredyty krajowego sektora bankowego Islandii (%PKB)	49,30	53,45	76,74
Kredyty krajowego sektora bankowego krajów OECD (%PKB)	142,17	154,76	173,255
Konsumpcja gospodarstw domowych Islandii (% zmiana w stosunku do roku poprzedniego)	-1,25	-0,55	6,79
Konsumpcja gospodarstw domowych Islandii (% zmiana w stosunku do roku poprzedniego)	3,61	2,2	3,45

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *World Bank Data*, Bank Światowy

¹¹ Przed reformą z 1997 roku system emerytalny składał się z dwóch filarów. Pierwszym był repartycyjny filar publiczny (*mandatory public fund*), do którego obywatele byli zobligowani do zapłaty 5,73% od całkowitych dochodów. Drugim był *mandatory occupational pension fund*, do którego wszyscy pracujący obywatele byli zobligowani odkładać 10% swoich dochodów.

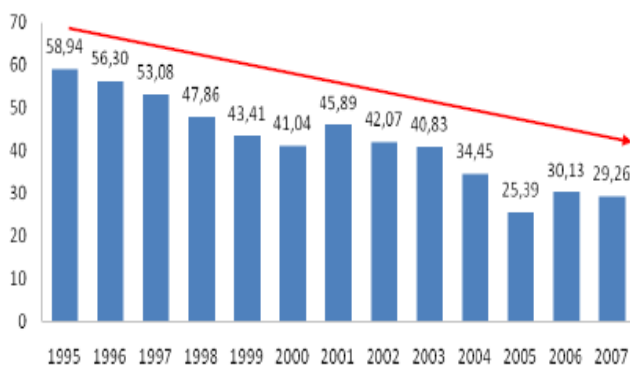
W wyniku reform w latach 1991-2007 Islandia rosta średniorocznie w tempie 2,2% PKB, obniżyła dług publiczny z 60% do 30% PKB ...

... i utrzymała bezrobocie na poziomie 3%.

Tak ambitne reformy, jak wprowadzenie podatku płaskiego były możliwe dzięki dobrej koniunkturze polityczno-społecznej sprzyjającej reformom. W całym okresie (1991-2007) władze sprawowała *Independance Party* w koalicji do 1995 roku z *Social Democrats*, a z *Progressive Party* od 1995 do 2007. Przychylne nastawienie prezydenta Islandii Ólafur'a Grímsson'a (będącego z tego samego środowiska politycznego co David Oddsson) sprzyjało wprowadzaniu pro-rozwojowych reform.

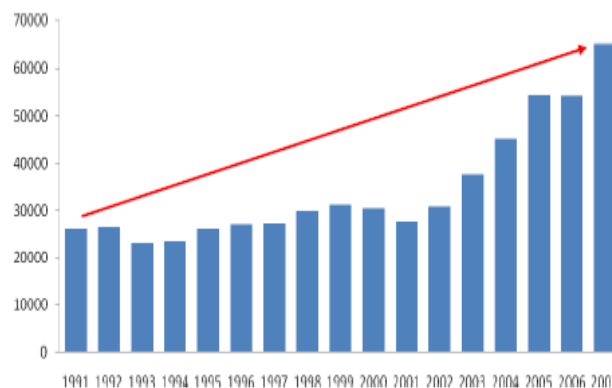
Skutkiem polityki gospodarczej, uruchomionej przez David'a Oddsson'a w 1991 roku, był dynamiczny wzrost gospodarczy w latach 1991-2007, w średniorocznym tempie 2,2% PKB per capita (podczas gdy średnia OECD wynosiła 1,72% PKB per capita), obniżenie średniorocznej inflacji do 3,8% oraz długu publicznego z 59% w 1995 roku do 29,3% w 2007. Na koniec badanego okresu (w 2007 roku) Islandia była najlepiej rozwiniętym krajem według wskaźnika HDI.

Dług publiczny Islandii w latach 1995-2007 (%PKB)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie *World Economic Outlook database*, MFW (2011)

PKB per capita (USD) w latach 1991-2007



Źródło: Opracowanie własne na podstawie *World Economic Outlook database*, MFW (2011)

3.

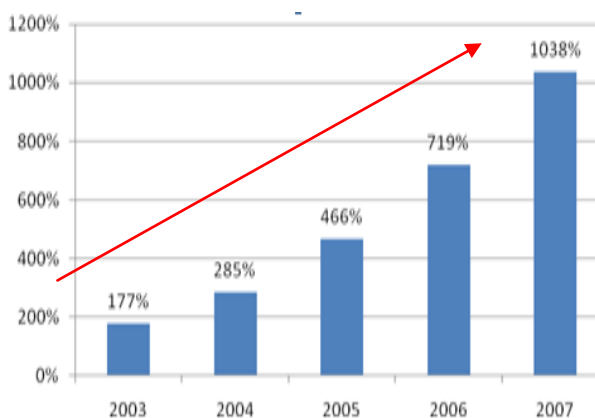
Boom Kredytowy

W latach 2003-2007 w Islandii miał miejsce silny boom kredytowy, a islandzki sektor bankowy rozrósł się z 177% PKB do 1038% PKB.

Lata 2003-2007 to okres boomu kredytowego w Islandii. W tym czasie średnioroczne PKB wzrastało o 5,6% PKB. Ceny nieruchomości wzrosły o 200% w porównaniu do 2000 roku. Sektor bankowy kraju (rozumiany jako łączne aktywa banków islandzkich) rósł rocznie o ponad 50% i osiągnął 1038% PKB w 2007 roku (drugi największy w Europie po Luksemburgu, w relacji do PKB). Główny indeks giełdy islandzkiej OMX 15 Iceland wzrósł w tym czasie o 600%, a jej kapitalizacja wyniosła prawie 200% PKB

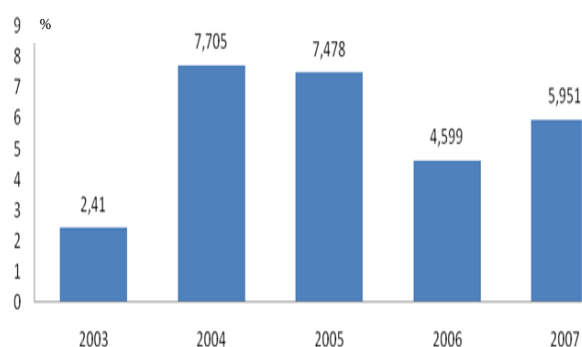
w 2007 roku. Z powodu zbyt niski stóp procentowych¹² islandzkiego banku centralnego baza monetarna M2 wzrastała o ponad 20% rocznie w latach 2003-2008, a baza M1 wzrosła o 500% (w latach 2001-2008), co tworzyło presję inflacyjną oraz wolne „masy gotówki”, które banki zaczęły przeznaczać na kredyt. Dostęp do taniego kredytu spowodował poważne zadłużenie przedsiębiorstw w Islandii (w 2008 roku łącznie na 308% PKB, podczas gdy w USA poziom zadłużenia firm wynosił 73% PKB).

Aktywa banków islandzkich jako % PKB



Źródło: Opracowanie własne na podstawie *World Economic Outlook database*, MFW oraz *Financial Stability (2002-2007)* banku centralnego Islandii

Roczny wzrost PKB (%) w Islandii



Źródło: Opracowanie własne na podstawie *World Economic Outlook database*, MFW (2011)

Boom można podzielić na mniejszy i większy.

Mniejszy boom był spowodowany walką sprywatyzowanych banków z rządową instytucją kredytową. Powodowało to agresywną walkę o klientów i masowe udzielanie kredytów.

Zbyt niskie stopy procentowe spowodowały łatwy dostęp do taniego pieniądza.

Analizując boom kredytowy można zidentyfikować dwa podokresy samego boomu gospodarczego w Islandii.

Pierwszy tzw. *mniejszy boom kredytowy* miał miejsce w latach 2003-2004. Rozpoczął się od zakończonej prywatyzacji banków pod koniec 2003 roku wraz z obniżeniem obowiązkowych rezerw bankowych z 4% do 2%. W efekcie, banki (zasilone w dodatkową gotówkę) rozpoczęły rywalizację o klientów z HFF (*Housing Financing Found*), który był rządową instytucją kredytującą dla osób nieposiadających odpowiedniej zdolności kredytowej do korzystania z usług banków prywatnych. Udzielał on kredyty hipoteczne, a swoją akcją kredytowania finansował poprzez emisję obligacji, których gwarantem był rząd Islandii¹³.

¹² Średnio w latach 2005-2008 centralny bank Islandii utrzymywał stopy procentowe o ponad 2,5 punkta procentowego niżej niż wynikałoby to z *reguły Taylor'a* - źródło *Bank Centralny Islandii*

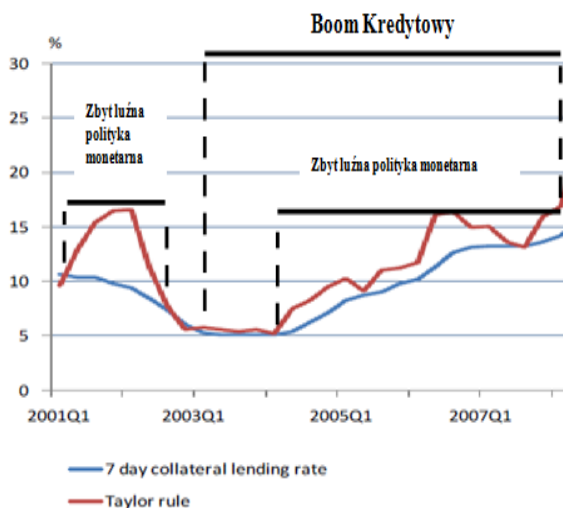
¹³ Gwarancje rządu islandzkiego powodowały, iż inwestorzy kupujący obligacje HFF wymagali niższą premię

W tym czasie zaczęto udzielać kredytów ludziom bez zdolności kredytowej.

Sektor bankowy rósł w latach 2003-2004 niemal 50% rocznie.

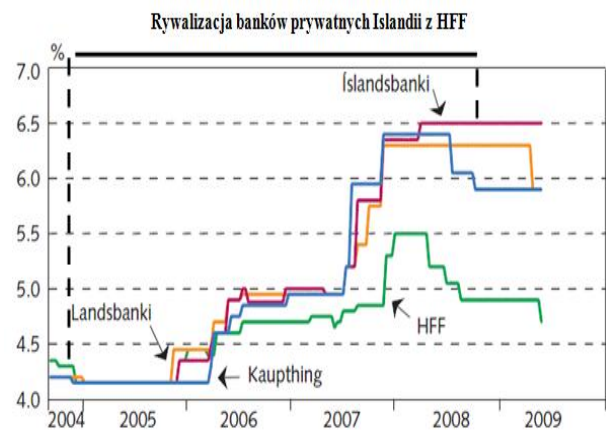
HFF miał więc dostęp do taniego zagranicznego finansowania swojej działalności. Instytucja ta była wykorzystywana przez rząd do interweniowania na rynku nieruchomości. Z powodów politycznych oraz „narodowej dumy”, która postrzegała politykę dawania tanich kredytów tylko najbardziej potrzebującym jako dyskryminującą, zmieniono strategię HFF i kredyty stały się dostępne dla wszystkich obywateli¹⁴. Ostatecznie, głównym, nieoficjalnym zadaniem instytucji stało się realizowanie wersji *american dream*¹⁵ w Islandii, a narzędziem do realizacji - tani kredyt dofinansowany przez rząd¹⁶. Jeszcze w 2004 HFF posiadał dominującą rolę na rynku kredytowym w Islandii (90% gospodarstw domowych było zadłużonych w HFF) i oferował swoje usługi po niekonkurencyjnie niskich cenach. Banki próbowały walczyć o klientów z HFF, obniżając oprocentowanie kredytów hipotecznych oraz zwiększając maksymalną wielkość udzielanych kredytów do 100% wartości nieruchomości oraz rozpoczęły masowe udzielanie kredytów, których nie było w ofercie HFF (konsumpcyjnych i samochodowych). W latach 2003-2004 sektor bankowy (rozumiany jako suma aktywów bankowych) urósł o niemal 50%, a całkowity przyrost kredytów w Islandii wyniósł 60%¹⁷.

Zbyt niskie stopy procentowe w latach 2001-2007



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport nr 4, Monetary policy in Iceland after capital controls*, bank centralny Islandii (2011)

Oprocentowanie kredytów hipotecznych największych banków w Islandii oraz HFF w latach 2004-2009



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Economics Indicators*, islandzki bank centralny (2009)

¹⁴ *Iceland: Selected Issues*, (MFW 2007)

¹⁵ R. Boyes (2009), *Meltdown Iceland*, Bloomsbury, Bloomsbury USA, s.124

¹⁶ *Iceland: Selected Issues*, MFW (2005-2006)

¹⁷ W tym czasie wielkość kredytów udzielonych przez kraje OECD wzrosła o niewiele ponad 3%

Więszy boom w latach 2005-2007 był spowodowany ekspansją zagranicną banków z Islandii, które otwierały placówki głównie w Holandii i Wielkiej Brytanii.

W latach 2005-2007 sektor bankowy zwiększył się ponad 2-krotnie z 466% PKB do 1038% PKB.

Drugi okres boomu (większy) przypada na lata 2005-2007. W tym czasie banki w Islandii rozpoczynają ekspansję zagranicną. Wysokie stopy procentowe w Islandii, w porównaniu z niskimi stopami w strefie euro oraz w Wielkiej Brytanii, pozwalały islandzkim bankom na tanie finansowanie swojej krajowej akcji kredytowej. Wykorzystując prawne możliwości, wynikające z tzw. *jednolitego paszportu bankowego*, trzy największe banki z Islandii otwierały placówki w Europie (głównie w Holandii i Wielkiej Brytanii). *Landsbanki Íslands* otworzył *Icesave*, który w dwa lata zebrał 4 mld GBP depozytów w Wielkiej Brytanii oraz 1,7 mld EUR w Holandii. Powodami do ekspansji zagranicnej była ograniczona baza klientów w Islandii, która posiada 320 tys. obywateli, jak również dominująca rola rządowego HFF, który „wypiera” prywatne banki islandzkie, oferując niekonkurencyjnie tanie pożyczki hipoteczne. W roku 2008 depozyty w oddziałach zagranicznych banków wynosiły prawie 9 mln EUR.

Tabela 4. Wyniki gospodarcze Islandii /Krajów OECD lata 2002-2007

Dane	2003	2004	2003/4	2005	2006	2007	2005/7	2003/7
PKB per capita USD w Islandii	32012	34177	33094	36157	36944	38165	37089	35491
PKB per capita USD w krajach OECD	23334	23910	23622	24365	24899,23	25344,95	24869	24370
Wzrost PKB per capita (%) Islandii	1,86	6,77	4,31	5,79	2,18	3,30	3,76	3,98
Wzrost PKB per capita (%) krajów OECD	1,17	2,46	1,81	1,90	2,19	1,79	1,96	1,90
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (%PKB) Islandii	3,06	5,72	4,39	19,16	23,34	30,49	24,33	16,35
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (%PKB) OECD	1,58	1,55	1,56	2,33	2,92	4,22	3,16	2,52
Roczna Inflacja w Islandii (%)	2,06	3,15	2,60	4,00	6,68	5,06	5,25	4,19
Roczna Inflacja w OECD (%)	2,14	2,28	2,21	2,43	2,46	2,51	2,47	2,36
Bezrobocie w Islandii (%)	3,35	3,06	3,20	2,59	2,98	2,30	2,62	2,85
Bezrobocie w OECD (%)	6,96	6,88	6,92	6,62	6,10	5,65	6,12	6,44
Kredyty krajowego sektora bankowego Islandii (% PKB)	130	164	147	242	304	328	291	233
Kredyty krajowego sektora bankowego krajów OECD (% PKB)	179	181	180	185	188	188	187	184
Konsumpcja gospodarstw domowych Islandii (% zmiana w stosunku do roku poprzedniego)	6,06	6,88	6,47	12,49	3,64	5,60	7,24	6,93
Konsumpcja gospodarstw domowych krajów OECD (% zmiana w stosunku do roku poprzedniego)	2,08	2,86	2,47	2,76	2,61	2,37	2,58	2,53
			Mały boom		Więszy boom			

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *World Bank Data*, Bank Światowy

Banki islandzkie po zebraniu depozytów inwestowały w ryzykowne przedsięwzięcia lub w firmy będące udziałowcami banków - kredyty były udzielane na preferencyjnych warunkach.

W co inwestowały islandzkie banki? Po zebraniu depozytów z zagranicy, banki rozpoczęły serie nietrafionych inwestycji kredytowych w dwóch obszarach - kredyty do podmiotów zagranicznych oraz do firm posiadających udziały w bankach.

Wszystkie trzy banki udzielały kredytów i pożyczek firmom, które były ich udziałowcami po preferencyjnych warunkach.

- Glitnir Bank

Po zmianie zarządu banku w 2007 roku na ludzi związanych z grupą Baugur, Glitnir rozpoczął proces taniego finansowania firmy. W ciągu 6 miesięcy kredyty udzielone tej spółce uległy podwojeniu aż z 900 mln EUR do niemal 2 mld EUR (było to niemal 80% kapitału własnego banku).

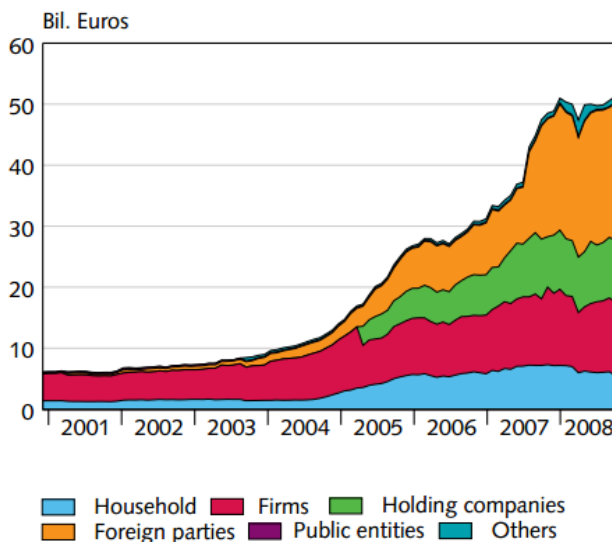
- Kaupthing Bank

Exista hf był największym udziałowcem w banku (ok 20%). Bank udzielał tej spółce kredytów praktycznie na każde żądanie, nie wymagając jakichkolwiek zabezpieczeń. W 2007 roku, Exista uzyskała kredyt w wysokości 250 mln EUR oraz 130 mld EUR w 2008 roku.

- Landsbanki

23% udziałów w Landsbanki posiadał syn oraz ojciec z rodziny Björgólfur'ów. Byli również właścicielami spółki Eimskip, która od połowy 2007 roku uzyskała kredyty na łączną kwotę 850 mln EUR. Inne spółki, których właścicielami byli syn lub ojciec z rodziny Björgólfur'ów, zaciągnęły kredyty na łączną kwotę ponad 150 mln EUR (czyli łącznie ponad 1 mld EUR).

Cele inwestycyjne islandzkich banków



Źródło: Bank centralny Islandii (2011)

W ciągu 6 miesięcy kredyty do zagranicznych podmiotów wzrosły o 120%...

W ciągu pierwszej połowy 2007 roku banki agresywnie zwiększyły akcję kredytową do podmiotów zagranicznych o łącznej wartości 800 mln EUR (do 8,3 mld EUR łącznie). W drugiej połowie roku nastąpił dalszy skok kredytowy o kolejne 11,4 mld EUR do łącznej wartości 20,4 mld EUR. W ten sposób kredyty do zagranicznych podmiotów wzrosły skokowo w ciągu roku o 120% w ciągu 6 miesięcy.

Skąd tak dynamiczny wzrost akcji kredytowej banków islandzkich w tym okresie?

W drugiej połowie 2007 roku w części zachodniego świata obecny był już kryzys

...były to pieniądze inwestorów z zachodniego świata, w którym obecny był już kryzys płynności. W tym czasie banki w Islandii wydawały się odporne na załamanie z USA.

Według doniesień medialnych, islandzkie banki inwestowały w bardzo ryzykowne przedsięwzięcia.

Tak nienaturalny wzrost sektora bankowego był możliwy również dzięki błędom islandzkiej komisji nadzoru finansowego oraz banku centralnego.

płynności. Banki islandzkie miały nadmiar depozytów z Europy (*Icesave*) i "załały" zagranicznych kredytobiorców "zbawienną gotówką", która pozwoliła im na utrzymanie płynności jeszcze przez kilka miesięcy. Problemy zaczęły się kilka miesięcy później, gdy okazało się, że wzięte w akcie desperacji przez zagraniczne podmioty kredyty były wysoko oprocentowane. Pojawiły się zaległości ze spłatą zadłużenia i kryzys płynności uderzył w Islandię doprowadzając do załamania całego sektora.

W co konkretnie inwestowały banki islandzkie za granicą?

Nie wiadomo. Specjalna Komisja Śledcza (*Special Investigation Commission*) powołana w celu zbadania kryzysu, upubliczniła tylko wybrane rozdziały z rozprawy. Rozdział 8, w którym pokazane są konkretne inwestycje banków islandzkich w zagraniczne aktywa, nie ujrzał światła dziennego. W mediach można znaleźć wybiórcze informacje, iż były to start-up'y, firmy we wczesnej fazie rozwoju i inne ryzykowne przedsięwzięcia. Stąd powszechna opinia, iż banki te inwestowały w sposób porównywalny do PE lub VC, w ryzykowne przedsięwzięcia gospodarcze o wysokim stopniu ryzyka (oferując wyższe oprocentowanie kredytów).

Utworzenie tak względnie dużego sektora bankowego było możliwe również z powodów błędów instytucji państwowych. Islandzkie banki komercyjne miały przejść pierwsze *stress testy* stworzone przez islandzki bank centralny dopiero w październiku 2008 roku. Ponadto islandzki bank centralny nadzorował jedynie płynność spółek matek w kraju (nie analizował oddziałów zagranicznych). Islandzka komisja nadzoru finansowego cierpiała na braki dofinansowania oraz na braki kadrowe (zatrudniała w 2007 roku 45 osób, z czego większość stanowili prawnicy, a najlepsi analitycy finansowi na rynku islandzkim z powodu niskich płac w KNF islandzkim przechodzili do banków komercyjnych). Wymogi edukacyjne oraz minimalne doświadczenie w branży dla kadry wysokiego szczebla zostały wprowadzone przez islandzki KNF dopiero w 2005 roku.

4.

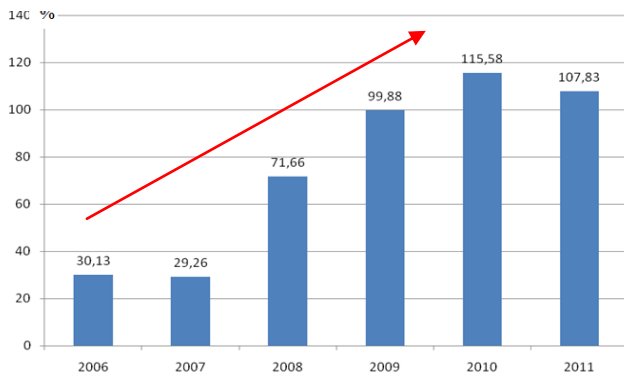
Kryzys gospodarczo-finansowy w Islandii

W latach 2008-2010 w Islandii pękła bankna kredytowa.

Spowodowało to kryzys gospodarczy (spadek PKB o 3% oraz wzrost długu publicznego z 30% do 115% PKB w latach 2008-2010).

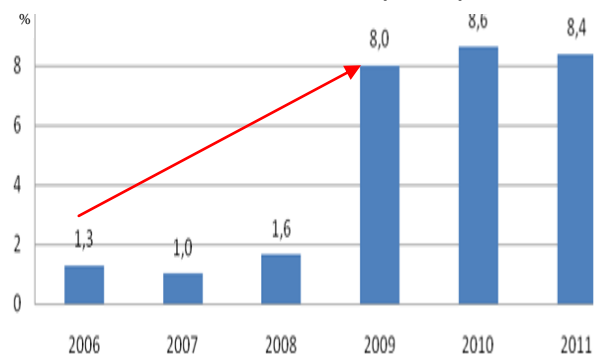
Ostatni analizowany okres to czas kryzysu gospodarczego w latach 2008-2010. W tym czasie średnioroczne PKB liczone według metodologii MFW skurczyło się o prawie 3%. Bezrobocie skoczyło z 1% do niemal 9% w 2008 roku. Parytet wymiany ISK/EUR spadł o 54%, a OMX 15 Iceland spadł o 90%. Inflacja skoczyła z 6% w 2007 roku do 18% w 2008 roku. Dług publiczny urósł z 30% PKB w 2007 roku do 115% w 2010. W ciągu zaledwie 25 dni od ogłoszenia upadku *Lehman Brothers* sektor bankowy Islandii załamał się. Trzy największe banki Islandii (*Landsbanki Íslands*, *Kaupþing banki* oraz *Glitnir banki*) okazały się niewypłacalne i zostały przejęte przez islandzką komisję nadzoru finansowego. Bezpośrednim punktem zapalnym, który doprowadził w Islandii do paniki oraz załamania, było ogłoszenie decyzji o wykupie *Glitnir banki* przez islandzki bank centralny 29 września 2008 roku¹⁸. Ogłoszenie niewypłacalności banków islandzkich rozpoczęło wybuch kryzysu finansowo-gospodarczego w Islandii.

Bezrobocie (%) w Islandii w latach 2006-2011



Źródło: Opracowanie własne na podstawie *World Economic Outlook database*, MFW (2011)

Dług publiczny w Islandii w latach 2006-2011 (% PKB)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie *World Economic Outlook database*, MFW (2011)

Punktem zapalnym kryzysu był upadek Lehman Brothers. Islandzkie banki nie mogły dalej rolować swojego zadłużenia...

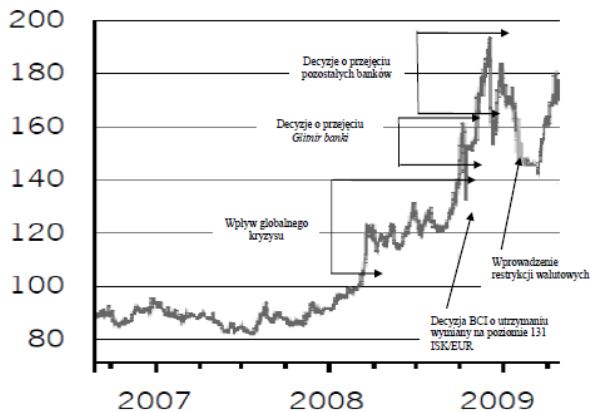
W jaki sposób upadek banków położył cały kraj?

Upadek sektora bankowego uruchomił reakcje łańcuchową, która doprowadziła do bankructwa przedsiębiorstw w całej gospodarce. Firmy, które miały depozyty w islandzkich bankach nagle nie były w stanie regulować płatności z powodu

¹⁸ Po upadku Lehman Brothers 15 września 2008 roku *Glitnir banki* nie mógł znaleźć źródła finansowania, które pozwoliłoby mu na rolowanie długu - 15 października zapadały pięcioletnie obligacje banku wyemitowane na kwotę 600 mln EUR

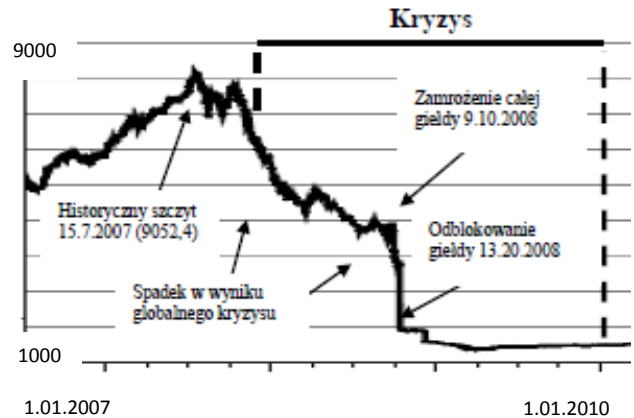
„wyłączenia” sektora bankowego, a w konsekwencji sektora finansowego. W odpowiedzi na nową ustawę, od 6 października 2008 roku Islandia była odcięta od prywatnego zagranicznego finansowania¹⁹.

Parytet wymiany ISK/EUR w latach 2007-2009



Źródło: Opracowanie własne na podstawie islandzkiego banku centralnego (2011)

Index OMX 15 (mln ISK) w latach 2007-2010



Źródło: Opracowanie własne na podstawie islandzkiego banku centralnego (2011)

...zostały więc przejęte przez Islandzką Komisję Nadzoru Finansowego. Zagraniczne oddziały banków z Islandii zostały zamrożone.

Brak możliwości rolowania zobowiązań doprowadził wiele firm do strat oraz na skraj bankructwa. Przykładowo, 20 października upadłości ogłosiły Sterling Airlines, a główny przewoźnik Islandii Icelandair odnotował straty. W celu obniżenia kosztów firmy w kraju przeprowadzały głębokie cięcia w zatrudnieniu. Szacuje się iż 30-66% firm w kraju znalazło się w stanie niewypłacalności²⁰.

Co się stało z oddziałami banków islandzkich za granicą?

Aktywa zagraniczne banków islandzkich w Wielkiej Brytanii zostały zamrożone. Islandia w kluczowym momencie objęła gwarancją tylko depozyty Islandczyków. W efekcie, Wielka Brytania i Holandia wypłaciły pieniądze swoim obywatelom, którzy byli klientami banków islandzkich na łączną kwotę 5 mld USD. Spłata zobowiązań zagranicznych banków islandzkich nie jest rozwiązana do dzisiaj. Do tej pory przeprowadzono dwukrotnie referenda w tej sprawie i za każdym razem Islandczycy nie zgadzali się na spłacenie zobowiązań w proponowanym scenariuszu. Brak kompromisu w sprawie *Icesave* znacząco wpływa na obniżenie oceny kraju przez rynki finansowe.

¹⁹ P.Bagus, D.Howden (2011), Deep Freeze: Iceland's Economic Collapse, Ludwig von Mises Institute, Alabama, s.7

²⁰ Rząd zawiesił spłatę zobowiązań co pozwoliło części firmom operować dalej - J.Danielsson oraz G.Zoega (2009), The Collapse of a Country, RiskResearch.com s. 16

Tabela 5. Wyniki gospodarcze Islandii /Krajów OECD w latach 2007/2009

Dane	2007	2008	2009
PKB per capita USD w Islandii	38165	37820	35183
PKB per capita USD w krajach OECD	25344	2522	24186
Wzrost PKB per capita (%) Islandii	3,3	-0,90	-6,97
Wzrost PKB per capita (%) krajów OECD	1,79	-0,48	-4,11
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (%PKB) Islandii	30,49	7,19	0,50
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (%PKB) OECD	4,22	2,68	1,79
Roczna Inflacja w Islandii (%)	5,06	12,67	12
Roczna Inflacja w OECD (%)	2,51	3,40	0,80
Bezrobocie w Islandii (%)	2,3	2,99	7,24
Bezrobocie w OECD (%)	5,65	5,95	8,15
Konsumpcja gospodarstw domowych Islandii (% zmiana w stosunku do roku poprzedniego)	5,6	-7,44	-15,51
Konsumpcja gospodarstw domowych krajów OECD (% zmiana w stosunku do roku poprzedniego)	2,37	0,19	-1,23

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *World Bank Data*, Bank Światowy (2011)

W skutek kryzysu doprowadzono do przyspieszonych wyborów. Powołano rząd, na czele którego stanęła Jóhann'a Sigurðardóttir. Były premier Islandii, Geir Haarde, stanął przed Islandzkim Trybunałem Stanu.

Nowy rząd postawił na restrukturyzację gospodarki, ograniczenie wydatków budżetowych i powołanie nowego „zdrowego” sektora bankowego...

... do tej pory ta polityka gospodarcza jest pozytywnie oceniana przez rynki finansowe, które obniżyły premie od islandzkich obligacji.

Jak kryzys wpłynął na sytuację polityczną kraju?

Na skutek kryzysu doprowadzono do przyspieszonych wyborów. Pierwszy raz w historii kraju wybory wygrała inna partia niż *Independence*²¹. Zwycięscy *Social Democrats* wraz z *Green Movement* w wyborach z 2009 roku skonstruowali nowy rząd, na czele którego stanęła Jóhann'a Sigurðardóttir. W obliczu skandalu z powodu ujawnianych oszustw bankowych aresztowano byłego prezesa (CEO) *Kaupþing banki*, a byłemu premierowi Islandii w latach 2007-2009, Geir Haarde, postawiono zarzuty niedopełnienia obowiązku oraz przekroczenia uprawnień. Stanie on przed specjalnym sądem *Landsdómur*, który pełni w Islandii rolę podobną do polskiego Trybunału Stanu.

Nowy rząd Jóhann'y Sigurðardóttir zdecydował się na konsolidację wydatków publicznych oraz restrukturyzację sektora bankowego. Plan „wyjścia z kryzysu” został opracowany we wsparciu z ekspertami z MFW. Na bazie „starych” banków powołano nowe, które przejęły nietoksyczne aktywa „starych” banków. Oddziały zagraniczne zostały sprzedane, a przychody z tego tytułu mają pokryć zobowiązania *Icesave* (zamiast środków z budżetu państwa). Dokonano redukcji wydatków na systemy edukacji i zdrowotny (planowane są dalsze redukcje). W długoterminowej perspektywie taka polityka fiskalna będzie miała pozytywny wpływ na zagregowany popyt wewnętrzny kraju. Do tej pory rynki finansowe zareagowały pozytywnie na te reformy, o czym świadczy obniżenie premii od islandzkich obligacji.

²¹ *Independence Party* wygrywała wybory nie przerywając w Islandii od 1946 roku

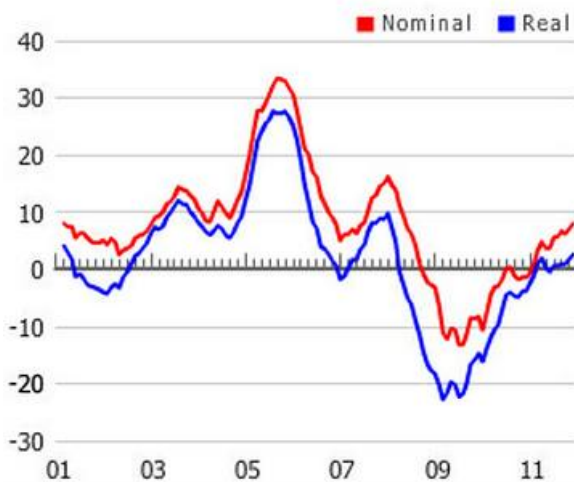
Czy nie popełniono błędów?

Jak w przypadku każdej większej zmiany w polityce gospodarczej, także w Islandii popełniono błędy. Do najważniejszych zaliczyć należy nałożenie ograniczenia transferu kapitału, wprowadzone pod koniec 2008 roku, które ma obowiązywać do 2015 roku. Celem tej decyzji było zminimalizowanie odpływu kapitału spekulacyjnego ulokowanego w Islandii do innych krajów. Według różnych szacunków, "uwięziony" kapitał wynosi ok. 1 biliona koron (czyli obecnie około 6,2 mld EUR).

Wprawdzie regulacja ta uchroniła Islandię przed gwałtownym odpływem pieniędzy, jednak obecnie widoczne są negatywne skutki tego przepisu.

Nie mogąc wycofać pieniędzy, inwestorzy zagraniczni lokują swoje aktywa w nieruchomości. W efekcie doszło do szybkiego wzrostu ceny nieruchomości. Według indeksu cen mieszkań publikowanego przez Statistic Iceland (pełniącego rolę islandzkiego głównego urzędu statystycznego) ceny mieszkań (nominalnie) w Islandii wrosły o 10% w 2011 roku w stosunku do roku 2010 (czyli na przestrzeni jednego roku).

Zmiana Cen Mieszkań (%) rok rocznie



Źródło: Statistics Iceland

Indeks Cen Mieszkań (Marzec 2000=100)



Źródło: Statistics Iceland

Jeżeli nowo nadmuchana bańka pęknie, zniszczy to wówczas wszystko, co do tej pory udało się osiągnąć w kraju. Może wywołać to wzrost braku zaufania inwestorów do Islandii oraz obniżkę ratingów. Dlatego z długoterminowej perspektywy, mniej ryzykowne było nienakładanie ograniczeń transferu kapitałów zagranicznych.

5.

Przyczynami boomu kredytowego (a w efekcie kryzysu finansowego) w Islandii były:

1. Interwencje rządu na rynku kredytowym.

2. Polityka taniego pieniądza (niskie stopy procentowe).

3. Brak odpowiedniego nadzoru finansowego.

Prawdą jest, że prywatyzacja banków była warunkiem koniecznym do ich ekspansji – nie tłumaczy to jednak jej tempa. Ucieczka banków za granicę wynikała z dominującej roli HFF na krajowym rynku.

Przypadek Islandii jest więc dowodem na to, że to państwo (w szczególności nie trafione interwencje), a nie rynki powodują kryzysy finansowe.

Zakończenie

Pra-przyczyny boomu kredytowego oraz ekspansje banków w Islandii w latach 2003-2007 (a w konsekwencji kryzysu) były spowodowane przez:

- Po pierwsze, interwencje rządu na rynku kredytowym poprzez dominujący na krajowym rynku HFF, który oferując niekonkurencyjnie tanie kredyty, „wypierał” islandzkie banki za granicę.
- Po drugie, błędną politykę monetarną banku centralnego, który utrzymując zbyt niskie stopy procentowe w porównaniu do *reguły Taylor’a* w latach 2005-2008 doprowadził do gwałtownego wzrostu ilości pieniądza w gospodarce.
- Po trzecie, błędy islandzkiej komisji nadzoru finansowego, która nie wykryła w porę zagrożenia związanego z rozrastającym się sektorem bankowym oraz nie zidentyfikowała rażąco niebezpiecznej struktury bilansów banków islandzkich.

Wskazywana przez ekonomistów takich jak J.E.Stiglitz, R.Lindsay, J.Danielsson czy G.Zoega liberalizacja sektora bankowego w latach 1998-2003 oraz uzyskanie jednolitego paszportu bankowego w 1995 roku było **oczywiście warunkiem koniecznym umożliwiającym bankom z Islandii międzynarodową ekspansję. Uznawanie jej jednak za jedyną przyczynę kryzysu islandzkiego jest daleko idącą nadinterpretacją ignorującą prawdziwe przyczyny kryzysu.**

Korzyści ekonomiczne dla Islandii z wolnorynkowych reform uruchomionych na początku lat 90-tych **nie ulegają wątpliwości**. Świadczą o tym takie dane, jak podwojenie PKB per capita w ciągu 16 lat, redukcja długu publicznego o 30 punktów procentowych w ciągu 12 lat oraz utrzymanie średniorocznie bezrobocia poniżej poziomu 3% w latach 1991-2007. **Przypadek Islandii potwierdza tylko, że to interwencje na rynku kredytowym oraz zbyt luźna polityka monetarna banków centralnych, presja polityczna na udzielanie kredytów osobom o niskiej wiarygodności finansowej, uruchamiane w kraju, w którym panuje „crony capitalism” są prawdziwymi pra-przyczynami boomów kredytowych, które w sposób nieunikniony prowadzą do potężnych załamania gospodarczych.**

Bibliografia

Książki

Bagus, Philipp oraz Howden, David, Deep Freeze: Iceland's Economic Collapse, Alabama, Ludwig von Mises Institute, Alabama 2011

Boyes, Roger, Meltdown Iceland, Bloomsbury, Bloomsbury USA, 2009
Economic Survey of Iceland, OECD, 2001-2010

Jonsson, Asgeir, Why Iceland?, Quebecor World, 2009

Taylor, John, Zrozumieć kryzys finansowy, Warszawa, PWN, 2010

Masiukiewicz, Piotr, Międzynarodowe bankructwa i afery bankowe, Warszawa, Wydawnictwo SGH, 2010

Artykuły i studia

Financial Stability Report, Central Bank of Iceland, 2002-2007

The Collapse of a Country, Danielsson, Jon oraz Zoega, Gylfi, 2009,
RiskResearch.com

Report of the Special Investigation Commission (SIC), Althing, 2010

Iceland: Country at Became a Hedge Fund, Gumbel, Peter, 2008

Forum Obywatelskiego Rozwoju

FOR zostało założone w 2007 roku przez prof. Leszka Balcerowicza, aby skutecznie chronić Twoją wolność oraz promować prawdę i zdrowy rozsądek w dyskursie publicznym. Naszym celem jest zmiana świadomości Polaków oraz obowiązującego i planowanego prawa w kierunku wolnościowym.

FOR realizuje swoje cele poprzez organizację debat oraz publikację raportów i analiz podejmujących ważne tematy społeczno-gospodarcze, a w szczególności: stan finansów publicznych, sytuację na rynku pracy, wolność gospodarczą, wymiar sprawiedliwości i tworzenie prawa. Z inicjatywy FOR w centrum Warszawy i w Internecie został uruchomiony licznik długu publicznego, który zwraca uwagę na problem rosnącego zadłużenia państwa. Działania FOR to także projekty z zakresu edukacji ekonomicznej oraz udział w kampaniach na rzecz zwiększania frekwencji wyborczej.

Wspieraj nas!

Pomóż nam chronić Twoją wolność oraz promować prawdę i zdrowy rozsądek w dyskursie publicznym.

Zdrowy rozsądek oraz wolnościowy punkt widzenia nie obronią się same. Potrzebują zaplanowanego, wyłożonego i skutecznego wysiłku oraz Twojego wsparcia.

Jeśli jest Ci bliski porządek społeczny szanujący Twoją wolność i obawiasz się nierozsądnych decyzji polityków udających na Twój koszt Świętych Mikołajów, poprzyj nasze działania swoim darem pieniężnym. Twój dar umożliwi nam działalność oraz potwierdza słuszność i skuteczność naszego wysiłku.

Każda darowizna jest dla nas ważna. Potrzebujemy zwłaszcza regularnego wsparcia. Zachęcamy do dokonywania nawet niewielkich, lecz regularnych wpłat.

Już dziś pomóż nam chronić Twoją wolność - obdarz nas swoim wsparciem i zaufaniem.

Wyślij przelew na konto FOR (w PLN): 68 1090 1883 0000 0001 0689 0629

Fundacja Forum Obywatelskiego Rozwoju - FOR
Al. J. Ch. Szucha 2/4 lok. 20
00-582 Warszawa

Kontakt

tel. +48 22 628 85 11, fax +48 22 213 37 85
e-mail: info@for.org.pl
www.for.org.pl

Kontakt do autora analizy

Kamil Pruchnik
e-mail: kamil.pruchnik@for.org.pl
tel. +48 691 044 408