

Emilia Klepczarek

Państwo i rynek – co wynika z obecnego kryzysu?

Obecny kryzys finansowy po raz kolejny obnażył potężną siłę współczesnych mass-mediów. „Koniec świata oligarchów”, „Finansiści gubią świat”, „Dokąd zaprowadziła nas liberalizacja finansów” – to tylko nieliczne z katastroficznych tytułów, które pojawiały się w prasie w ciągu ostatnich trzech lat. Nic zatem dziwnego, że tak przedstawiana sytuacja na rynkach finansowych zaczęła jawić się niektórym obserwatorom jako swoista apokalipsa bankowości i finansów. Stąd już tylko jeden krok do zadawania fundamentalnych pytań o zasady gry rynkowej, podważania idei wolnego rynku i krytyki kapitalizmu. Co znamienne, zawirowania na rynkach finansowych stały się przyczynkiem do negowania całego systemu finansowego, sprowadzania jego roli do generatora wszelakich moralnie niedopuszczalnych zachowań, skutkujących koniecznością interwencji państwa i pokrywania strat z kieszeni podatników. To najczęściej spotykane, dalece powierzchowne, aczkolwiek przekonujące dla wielu spojrzenie na obecny kryzys. Takie postrzeganie jego istoty prowadzi równocześnie do błędnych, moim zdaniem, wniosków dotyczących dróg wyjścia z obecnej recesji i, co chyba jeszcze bardziej istotne, do sformułowania niewłaściwych recept, które zapobiegłyby w przyszłości powstaniu analogicznych problemów.

Zastanawiające jest, że wiele publikacji wskazuje jednoznacznie na rynek amerykańskich instrumentów pochodnych, jako jedyną przyczynę kryzysu bankowego. Nie ulega wątpliwości, że bankierzy z USA błędnie oszacowali ryzyko związane z produktami strukturyzowanymi. Bear Stearns tuż przed bankructwem posiadał w bilansie 750 000 różnego rodzaju instrumentów pochodnych, w dużej części mocno wyrafinowanych. Niewielu jednakże publicystów pamięta o tym, że kategoria „toksyczne aktywa”, a więc złe kredyty i derywaty kredytowe, dotyczyła w głównej mierze pewnej określonej kategorii instrumentów finansowych zależnych od pewnego określonego sektora rynku - a mianowicie papierów, których bazę stanowiły kredyty hipoteczne podwyższonego ryzyka. Nie można przy tej okazji potępiać wszystkich efektów ewolucji rynku finansowego, a już na pewno nie samego rynku jako takiego. To trochę tak, jakby korupcja w opiece zdrowotnej miała być wystarczającym argumentem za likwidacją służby zdrowia. Problemy amerykańskich banków nie wynikały z ich aktywności na rynku instrumentów pochodnych ale ze zbyt zuchwałych spekulacji. Wina więc tkwi nie w samych narzędziach lecz w sposobie ich wykorzystania.

Trzeba sobie zadać pytanie o wnioski, płynące z tak postawionej tezy. Po pierwsze, demagogiczne wieszczanie kryzysu kapitalizmu, gospodarki wolnorynkowej czy też systemu finansowego jest kompletnie bezpodstawne. Po drugie, warunkiem uniknięcia podobnych perturbacji winien być powrót do dobrych praktyk bankowych i umożliwienie samooczyszczania się rynku z instytucji, w których nadmierny poziom lewarowania naraża je

na utratę płynności. Najtrudniejszą kwestią wydaje się być odpowiedź na pytanie – jak to zrobić? Jak wymusić zmniejszenie presji menadżerów na maksymalizację krótkookresowego zysku? Jak pozwolić na samoregulację systemu bankowego przy jakże popularnej do niedawna doktrynie uznającej bank za dobro publiczne? Przede wszystkim należałoby chyba zwrócić uwagę na otoczenie systemowe uczestników rynku. Interesujące zestawienie listy winnych kryzysu przedstawia artykuł Julii Finch z brytyjskiego dziennika „Guardian”¹, wśród których wymienia ona szefów banków centralnych (FED i BoE), a także polityków (w tym dwóch ostatnich prezydentów USA, premiera Wielkiej Brytanii i Islandii). Silnie kryzysogenny wpływ środowiska systemowo-instytucjonalnego podkreśla również John B. Taylor², twórca reguły Taylora, zalecającej podnoszenie lub obniżanie stopy funduszy federalnych stosownie do tego, co dzieje się z realnym produktem krajowym brutto i inflacją. Od teź zasady Rezerwa Federalna, a ślad za nią inne banki centralne, konsekwentnie odchodziły począwszy od 2001 r. Owo niezgodne z powyższą zasadą rozluźnienie monetarne przekraczające wskazania wynikające ze wspomnianej koncepcji ograniczyć miało negatywne konsekwencje pęknięcia bańki spekulacyjnej w branży internetowej oraz niepokoїв na rynkach finansowych związanych z zamachami z 11 września 2001 r. Jednak pomimo oznak szybkiego ożywienia gospodarczego już na przełomie 2002/2003, dopiero w 2005 roku rozpoczął się proces zacieśniania polityki monetarnej. Związana z ekspansywną polityką monetarną presja inflacyjna nie znalazła jednak odzwierciedlenia w podstawowych wskaźnikach, takich jak choćby CPI, co związane było ze specyfiką gospodarki USA będącego wszak emitentem waluty światowej. Ujemne realne stopy procentowe spowodowały natomiast napięcia na amerykańskim rynku nieruchomości, umożliwiały bowiem niemal darmowe pożyczanie pieniędzy, co z kolei przyczyniło się do powszechnego wzrostu skłonności do podejmowania ryzyka związanego z sekurytyzacją. Warto przy tym zauważyć, jak istotne jest odtworzenie całego łańcucha w tym ciągu przyczynowo-skutkowym; jak ogromną, a właściwie kluczową rolę, odgrywa otoczenie instytucji finansowych i możliwości, jakie owo otoczenie stwarza. Najważniejszym jednak jest wyciągnięcie odpowiednich wniosków i głęboka analiza roli banku centralnego, którego działania stymulujące popyt, tworzyć mogą jednocześnie doskonałe warunki do szybkiego narastania bąbli spekulacyjnych. Trzeba przy tym pamiętać, że polityka zerowych nominalnych stóp procentowych nakierowana na pobudzenie gospodarki może spowodować groźne połączenie stagnacji z deflacją, czego bezsprzeczny dowód stanowi przykład gospodarki Japonii.

Należy również zwrócić uwagę na pewną przewidywalność polityki monetarnej Rezerwy Federalnej w sytuacjach niepokoїв na rynkach finansowych. Zwiększanie płynności mające ograniczać przenoszenie kłopotów sektora finansowego na realną sferę gospodarki doprowadziło do sytuacji, w których inwestorzy, w przypadku kłopotów na rynku finansowym, mogli zawsze liczyć na pomoc FED-u w postaci obniżek stóp procentowych. Można z dużym prawdopodobieństwem przypuszczać, że takie postępowanie banku centralnego generuje zachowania, które zwykło się określać mianem „management moral hazard”.

¹ <http://www.guardian.co.uk/business/2009/jan/26/road-ruin-recession-individuals-economy>

² *Zrozumieć kryzys finansowy*. John B. Taylor (Wydawnictwo naukowe PWN, W-wa 2010)

Sformatowano

Współczesne koncepcje zarządzania ryzykiem w spółkach akcyjnych opierają się zazwyczaj na osiągnięciu maksymalnej adjustowanej ryzykiem stopy zwrotu z kapitału własnego. Analizuje się więc, o ile posiadany przez banki kapitał własny odbiega od oszacowanego kapitału ekonomicznego niezbędnego do pokrycia podejmowanego lub planowanego ryzyka; przy czym za idealną uważa się sytuację, w której oszacowany kapitał ekonomiczny byłby tożsamy z kapitałem regulacyjnym, wymaganym przez zewnętrzne instytucje nadzorcze. Nadwyżka kapitału posiadanego ponad niezbędny świadczy o swoistym braku umiejętności wykorzystania kapitału. Generalnie wdrażanie tej koncepcji w bankach ocenia się pozytywnie, aczkolwiek coraz większa przewidywalność zachowań banków centralnych w przypadku pojawienia się symptomów kryzysu skłania do mniejszej przezorności i podejmowania działań na ryzyko podatnika. Stymuluje to uczestników rynku finansowego do niedoszacowania podejmowanego ryzyka i wzrostu poziomu lewarowania. Co więcej, dla potrzeb wyliczenia adekwatności kapitałowej definicja kapitału własnego ulegała rozszerzeniu i obejmowała kapitał, który traktowany był jako własny jedynie w sytuacji upadłości. A banki stawiały się „za duże, by upaść” (To Big To Fail). Wniosek, jaki nasuwa się z powyższych rozważań, to konieczność podniesienia współczynnika adekwatności kapitałowej, a więc ilorazu funduszy własnych netto banku do aktywów oraz zobowiązań pozabilansowych przemnożonych przez wagi ryzyka.. Wymagane dotychczas w Polsce 8% zapewniało bezpieczeństwo w warunkach stosunkowo zamkniętych krajowych rynków finansowych, gdzie działalność kredytowa banków finansowana była z oszczędności społeczeństwa. Mnożnik kreacji kredytów wynosi wówczas 12,5. Większa ekspansja groziła przekroczeniem wymogu kapitałowego ustalonego w Porozumieniu Bazylejskim z 1988 roku. Globalizacja rynków finansowych pozwoliła na skorzystanie z nowych źródeł pozyskiwania funduszy przez banki, a zatem otworzyła nowe możliwości ekspansji kredytowej. Słusznym wydaje się więc być postulat podniesienia współczynnika, którego obecny poziom w warunkach integracji rynków nie zapewnia bezpieczeństwa systemu bankowego.

Procesy globalizacyjne są związane także z inną istotną kwestią. Umożliwiły bowiem powstawanie międzynarodowych grup kapitałowych, w skład których, obok tradycyjnych banków depozytowo-kredytowych, wchodzi towarzystwa ubezpieczeniowe, instytucje powiernictwa inwestycyjnego, fundusze emerytalne, przedsiębiorstwa leasingowe i firmy typu venture capital. Obecny kryzys obnażył niedostatki nadzoru tych gigantycznych „kombajnów” finansowych. Polityka kontroli systemu finansowego jest bowiem realizowana w określony sposób przez każdy z krajów, w którym działają; brak jednakże spójnej międzynarodowej strategii w zakresie nadzoru. Nasuwa się także pytanie – czy owe globalne konglomeraty przyniosą poprawę efektywności czy destabilizują rynek finansowy? Z dzisiejszej perspektywy widać, że korzyści skali, synergia, dywersyfikacja ryzyka nie przeważały problemów menedżerskich czy ryzyka operacyjnego i w konsekwencji największe banki poniosły też największe straty. Niezbędne jest zatem stworzenie ponadnarodowej kompleksowej instytucji, która monitorowałaby działania całych grup kapitałowych bez względu na zasięg terytorialny.

Traktując o zwiększaniu regulacji i nadzoru należy wskazać, że chodzić może o rozszerzenie podmiotowe i przedmiotowe. Uzasadnione jest rozszerzenie nadzoru o podmioty

dotychczas nieregulowane takie jak fundusze hedgingowe i agencje ratingowe. Regulacja tych pierwszych może przyjąć trzy formy: bezpośrednią, pośrednią oraz rynkową (poprzez rozszerzanie zakresu udostępnianych informacji i przejrzystości)³. Niepożądaną byłaby forma bezpośrednia, tj. regulowanie struktury inwestycji i podejmowanego ryzyka, albowiem prawdopodobnie doprowadziłoby to do zniknięcia tego typu przedsiębiorstw. Lepszym rozwiązaniem wydaje się być kombinacja drugiej i trzeciej formy, co należałoby rozumieć jako monitorowanie zaangażowania kapitałowego banków w aktywa takich funduszy przy jednoczesnym zwiększeniu przejrzystości ich działania. Istotną kwestią jest także uregulowanie działalności agencji ratingowych, ten temat jednakże jest szeroko dyskutowany zarówno wśród członków SEC jak i instytucji unijnych. Rozważa się szereg postulatów, które pozwoliłyby na unikanie konfliktu interesów, poprawę jakości metodyki i zwiększenie przejrzystości modeli oceny.

Wspomniane już zwiększenie przejrzystości jest słusznym postulatem zarówno w odniesieniu do działalności instytucji jak i instrumentów finansowych. Obecna swoboda komunikowania się z rynkiem (poprzez MSR I MSSF) daje instytucjom zbyt dużo możliwości niepublikowania niewygodnych informacji. Szalenie kłopotliwe jest również uwzględnienie w bilansach przedsiębiorstw właściwej wyceny oraz, co się z tym wiąże, stworzenie adekwatnych rezerw na tzw. instrumenty pochodne. Mała przejrzystość i wysoki stopień skomplikowania sprzyjał błędnemu oszacowaniu ich wartości oraz ryzyka z nimi związanego. Dodatkowo wiarygodności dodawały im wysokie ratingi oraz ubezpieczenia przez instytucje ubezpieczeniowe.

Analiza regulacji prawnych bankowości wskazuje, że są one znacznie szersze niż w innych sektorach. Na polskim rynku, na przykład, ustawowe regulacje stanowienia cen w bankach to aż 45 aktów prawnych⁴. Tak więc podwyższanie standardów instytucji finansowych powinno odbywać się raczej w drodze uszczelniania reguł niż komplikowania systemu poprzez tworzenie nowych. Niewskazaniem w gospodarce wolnorynkowej wydaje się również być poszerzanie kompetencji instytucji nadzorczych. Można bowiem założyć, że widmo etatyżacji sfery finansów jest mniej prawdopodobne w przypadku zaostrzenia prawa niż w sytuacji poszerzenia kompetencji nadzoru. Tu rodzi się więc pytanie o to, kto i jak miałby pilnować przestrzegania owych zaostrzonych reguł? W mojej opinii najbardziej optymalnym rozwiązaniem byłaby ewolucja bankowości w kierunku Partnership Banking, w którym spełnianie wysokich standardów prowadzenia działalności byłoby jednym z najważniejszych atutów konkurencyjności banku. Idea stopniowania standardów sprawdziła się już w historii bankowości. Doskonałym tego przykładem jest system bankowy w Kanadzie, gdzie od 1923 nie upadł żaden bank. W latach 80. Kanada, jako członek OECD, musiała otworzyć swój rynek dla banków zagranicznych i Kanadyjczycy obawiali się, że zagraniczne (głównie amerykańskie) banki, zepsują reputację ich rodzimej bankowości.

³ *Przebudowa globalnej architektury finansowej po doświadczeniach kryzysu subprime. Wybrane problemy do rozwiązania.* Małgorzata Iwanicz-Drozdowska („Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich”, Związek Banków Polskich, W-wa 2009)

⁴ *Rynek kredytowy a Strategia Lizbońska.* P.Masiukiewicz („Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” nr 1/20070)

Zreformowano więc system bankowy Kanady wprowadzając podział na dwie kategorie. I tak banki Ceduły A prezentowały wyższe standardy, zaś banki Ceduły B traktowane były bardziej liberalnie i do tej kategorii weszły oddziały banków zagranicznych. Najistotniejszym okazał się jednak rezultat takiego działania – otóż po kilku latach Ceduła B była niemal pustym zbiorem, co jest niepodważalnym dowodem na to, że, jeżeli państwo i rynek tworzy odpowiednie warunki i wymagania wobec bankowców, ich oddolne i całkowicie dobrowolne inicjatywy zmierzać będą w kierunku zwiększenia wiarygodności i poprawy standardów. Należy bowiem pamiętać, iż w interesie banków leży kreowanie zasobu, jakim jest „kapitał zaufania” i rynkowe konkurowanie o tenże kapitał byłoby chyba najzdrowszym sposobem na sanację, poprawę wizerunku i zwiększenie transparentności prowadzonych działań. To chyba także świetne rozwiązanie z punktu widzenia zmniejszenia presji bankowców na krótkookresowy zysk, zwraca bowiem uwagę na szeroko dziś dyskutowaną społeczną odpowiedzialność biznesu, dbałość o interesy klienta i, co się z tym wiąże, mniejszą skłonność do moralnego hazardu.

Jest jeszcze jeden bardzo ważny postulat płynący z obecnego kryzysu, który winno się jasno i precyzyjnie sformułować – subsydiowanie przez państwo ryzyka związanego z działalnością Federalnego Narodowego Stowarzyszenia Kredytu Hipotecznego (Fannie Mae) i Federalnej Korporacji Kredytu Mieszkaniowego (Freddie Mac) jest działaniem kryzysogennym, zaburzającym możliwości samoregulacji rynkowej i powinno być zaprzestane. Sponsorowanie przez rząd USA prywatnych instytucji rodzi anormalną sytuację, w której Fannie Mae i Freddie Mac mogą bez obaw angażować się w bardzo ryzykowne przedsięwzięcia, gdyż *de facto* FED chroni je przed upadłością. Nie udziela im wprawdzie formalnych gwarancji, lecz tzw. gwarancji cichych. Co więcej, w 2000 r. Department of Housing and Urban Development narzucił wspomnianym instytucjom bezpośredni cel, zgodnie z którym co najmniej 50% ich zaangażowania kredytowego musiało dotyczyć hipotek dla osób o dochodach nieprzekraczających mediany dla danego regionu. Warto dodać, że ekspansja tych dwóch instytucji była wręcz spektakularna – przed upadkiem osiągnęły one niemal 50% udział w rynku kredytów hipotecznych w USA, a wraz z ich bankructwem Amerykański Skarb formalnie objął gwarancją realizację ich zobowiązań. Lawrence White⁵ wymienia działalność Fannie Mae i Freddie Mac jako najważniejsze spośród narzędzi, którymi posłużyły się władze federalne w celu zwiększenia dostępności kredytu hipotecznego. Do pozostałych zalicza natomiast obniżenie przez Federal Housing Administration wymagań dotyczących wkładu własnego oraz presję na podmioty kredytujące ze strony HUD⁶. Taka aktywność władz publicznych mająca na celu stymulowanie popytu na rynku nieruchomości gwarantująca popularność polityczną decydentów, nie powinna mieć miejsca w gospodarce wolnorynkowej.

To zresztą nie jedyny przykład kryzysogennego wpływu cykli wyborczych i związanych z nimi decyzji politycznych na system finansowy. Warto przytoczyć jeszcze chociażby przypadek takiej fatalnej decyzji pochodzący z amerykańskiej giełdy, gdzie do niedawna Komisja Bezpieczeństwa Giełdy (SEC) stosowała tzw. „regulę kreski w górę” (*the*

⁵ *How Did We Get into This Financial Mess?* L.H.White, Cato Institute Briefing Papers, No 110 (2008 r.)

⁶ Department of Housing and Urban Development

Sformatowano

Sformatowano

uptick rule). Transakcja krótkiej sprzedaży dozwolona była tylko w przypadku, jeśli bezpośrednio poprzedzał ją ruch ceny akcji w górę. Zapobiegało to poniekąd sztucznemu wywoływaniu spadku cen akcji przez spekulantów, którzy, zawarłszy uprzednio transakcję krótkiej sprzedaży, mieliby masowo wykupywać akcje danej firmy, po czym wrzucać je na rynek po coraz niższych cenach doprowadzając do sytuacji, w której inni właściciele w panice wyprzedawaliby akcje owej firmy i w konsekwencji doprowadzali ją do bankructwa i przejęcia za grosze przez spekulantów. Jednak w 2002 r. pod naciskiem lobby biznesowego, SEC zgodziła się uchylić „regulę kreski w górę”. Odtąd możliwe stały się transakcje krótkiej sprzedaży, obliczone na spadek cen akcji. Rozprzestrzeniło się zjawisko zaciągania kredytów w bankach na zakup akcji w nadziei na spadek ich ceny w dniu rzeczywistego zakupu. Konsekwentnie nabywano za niewielkie pieniądze kolejne firmy, co stało się niejako gwoździem do trumny ekonomicznego optymizmu i z pewnością jedną z bezpośrednich przyczyn załamania giełdy. Myślę, że powyższy przykład stanowi niezbity dowód na to, iż prowyborcza ingerencja polityków w rynek jest wysoce niewskazana i wniosek z tego typu lekcji powinien zostać wyciągnięty właśnie przez przedstawicieli władz państwa, zobowiązanych do kompleksowego i długookresowego postrzegania konsekwencji swoich decyzji.

Przytoczone powyżej fakty należy traktować jako silne argumenty na rzecz tezy, zgodnie z którą to środowisko systemowo-instytucjonalne stworzyło doskonałe warunki do narastania zjawisk kryzysowych. Na dzień dzisiejszy niełatwo jednoznacznie wskazać na zestaw idealnych recept, których zastosowanie pozwoliłoby uniknąć kolejnych tak głębokich perturbacji na rynkach finansowych. Można jednakże uważniej przyjrzeć się właściwym, pierwotnym przyczynom problemu, gdyż bez ich zrozumienia nie da się sformułować celnych wniosków na przyszłość. A te przyczyny wydają się być często niezauważane bądź marginalizowane przez publicystów, a nawet niektórych specjalistów od ekonomii. Stefan Kisielewski zwykł mawiać, że „to nie kryzys, to rezultat...”. Nie ulega wszak wątpliwości, że klimat kryzysu tworzył się przez dziesięciolecia, a już z pewnością przez ostatnią dekadę. Polityka niskich stóp procentowych Rezerwy Federalnej, swoiste subsydiowanie ryzyka przez rząd Stanów Zjednoczonych czy brak regulacji globalnego rynku bankowego to przecież nie nagle i niedawno zaistniałe zjawiska. Można oczywiście stać na stanowisku, że to globalizacja czy chciwość amerykańskich kapitalistów stanowią przyczyny obecnej recesji. Pewnie można też znaleźć sensownie brzmiące argumenty, które poparłyby tę tezę. Należy jednak zadać sobie pytanie o wnioski płynące z takiego postawienia sprawy. Albowiem czy ktokolwiek może znacząco powstrzymać procesy globalizacyjne lub zmienić ludzkie cechy i predyspozycje? Jakież sens ma także krytyka kapitalizmu bez wskazania lepszej alternatywy? Może jednak warto spojrzeć na obecne trudności jak na ważną lekcję, prowokującą do merytorycznej dyskusji na temat współczesnej polityki, a zwłaszcza katastrofalnych skutków błędnych posunięć banków centralnych oraz decyzji rządów obliczonych na najbliższe wybory zamiast na długookresową stabilność gospodarczą. Rozwój rynków finansowych przy racjonalnej polityce monetarnej i fiskalnej może przynosić znaczące korzyści realnej sferze gospodarki. Nie można zapominać, że wzrost rozmiarów i płynności rynków finansowych

sprzyja obniżce kosztu kapitału i zwiększa jego dostępność, co z kolei przekłada się na większe możliwości inwestowania, także w projekty bardziej ryzykowne czyli innowacyjne, a więc warunkujące wysokie tempo wzrostu gospodarczego i rozwój cywilizacyjny. Mądra, pozbawiona bezpodstawnych uprzedzeń i zbędnej demagogii analiza i wyciągnięcie właściwych wniosków może stworzyć doskonałe podwaliny do stworzenia globalnego systemu bezpieczeństwa i stabilności wolnorynkowych gospodarek, albowiem, jak mawia William Ramsey Clark, „między wolnością a bezpieczeństwem nie ma żadnej sprzeczności, albo będziemy mieli oba te dobrodziejstwa albo żadnego”.

Bibliografia:

John B. Taylor: *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010

Irena Lichniak (red. pr. zbior.): *Wyzwania ekonomiczne w warunkach kryzysu*. SGH w Warszawie, Warszawa 2009

Joachim Osipiński (red. pr. zbior.): *Unia Europejska wobec kryzysu ekonomicznego*, SGH w Warszawie, Warszawa 2009

Adam P. Balcerzak: *Państwo w realiach „nowej gospodarki”*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2009

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

P.Masiukiewicz : *Rynek kredytowy a Strategia Lizbońska*, Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie nr 1/20070

L.H.White : *How Did We Get into This Financial Mess?* , Cato Institute Briefing Papers, No 110 (2008 r.)

<http://www.guardian.co.uk/business/2009/jan/26/road-ruin-recession-individuals-economy>