

Wnioski dla urzędów regulacyjnych rynku finansowego płynące z kryzysu lat 2008-2009

Conclusions for financial market regulators stemming from the crisis of 2008-2009

Przemysław Noetzel

CFA

Abstract

The article presents the genesis of the financial crisis of 2008-2009 and presents some suggestions for changes in the regulatory provisions of the financial system. These amendments relate to such issues as the use of leverage by the banks and its effect on the bank's regulatory capital, granting credits, market organization and corporate governance.

Keywords: financial crisis, credit crunch, mortgage, counterparty risk, prudential regulations, corporate governance, Basel III

Wprowadzenie

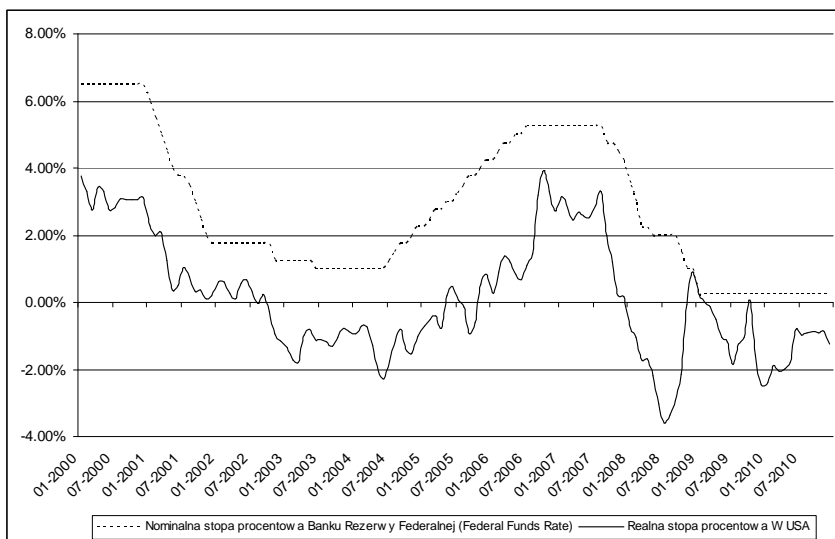
Gospodarka światowa wciąż odczuwa skutki kryzysu finansowego, którego apogeum przypada na lata 2008-2009, a który, z problemu dotyczącego jednej branży, przerodził się w największą recesję gospodarczą od czasu II wojny światowej. Większość krajów rozwiniętych odnotowała spadki produktu krajowego brutto, często w wysokości nienotowanej od lat 30-tych dwudziestego wieku. Chlubnym wyjątkiem była Polska, która mimo niekorzystnej sytuacji gospodarczej największych partnerów zagranicznych, potrafiła zwiększyć wartość PKB o 1,8% względem roku 2008¹. Jednak również dla Polski ważne jest wyciągnięcie właściwych wniosków z wydarzeń ostatnich lat i przekucie ich w działania zapobiegające ich powtórzeniu się w przyszłości.

¹ Według danych GUS.

Powstaje pytanie o genezę sytuacji, która spowodowała upadek wielu instytucji finansowych, chwycąc całym systemem finansowym i doprowadziła na skraj przepaści całe kraje, uważane do tej pory za oazy dobrobytu, czego przykładem była Islandia.

Bezpośrednią przyczyną problemów banków w roku 2008, które doprowadziły ostatecznie do drastycznego ograniczenia akcji kredytowej określanego jako 'credit crunch', wpędzając w kłopoty inne branże gospodarki i wywołując światową recesję, było załamanie na amerykańskim rynku nieruchomości, obserwowane od roku 2006. Źródłem tego załamania większość obserwatorów dopatruje się, z jednej strony w polityce gabinetu prezydenta Clintona z końca lat 90-tych dwudziestego wieku, forsującej rozwój budownictwa mieszkaniowego i jego dostępność dla niezamożnych warstw społecznych, a z drugiej strony metod walki ze skutkami pęknięcia tzw. bańki internetowej, czyli kryzysu na giełdach w latach 2000-2001. Doprowadziły one do znacznego wzrostu cen nieruchomości w USA powiązanego z niespotykanym nakręceniem akcji kredytowej przez banki (Baily, Litan, Johnson 2008).

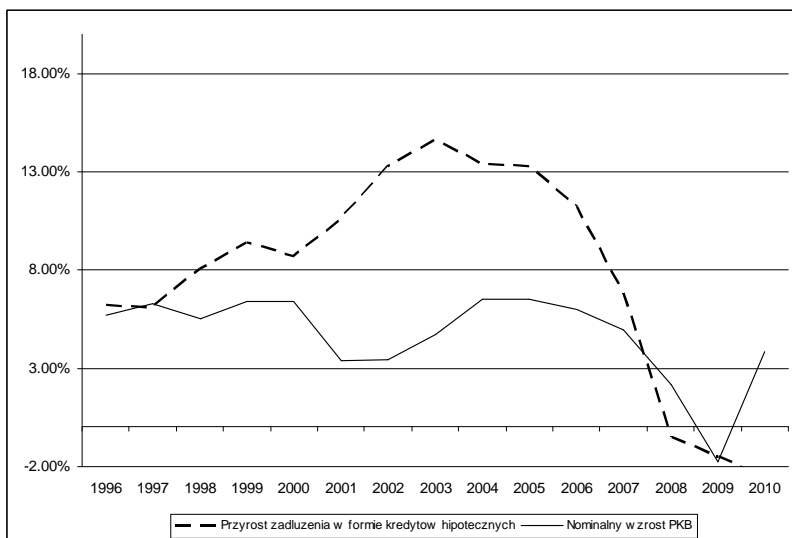
Przepisy wprowadzone przez rząd amerykański w 1998 roku pozwalały na wykorzystanie ulgi podatkowej od wzrostu wartości nieruchomości szerszym warstwom społecznym i w zwiększonej wysokości niż w latach poprzednich. Było to dla wielu zachętą do zakupu nieruchomości w celach spekulacyjnych. Dodatkowo wprowadzono w życie program wspomagania mieszkalnictwa własnościowego finansowany za pośrednictwem agencji hipotecznych Freddie Mac i Fannie Mae (właściwie Federal Home Loan Mortgage Corporation oraz Federal National Mortgage Association). Dwa lata później doszło do załamania kursów na światowych giełdach w wyniku zakończenia hossy internetowej. Rząd amerykański zdecydował się na walkę z zagrożeniem recesją za pomocą drastycznych obniżek stopy procentowej. Pomimo tego, że inflacja w USA była w tym okresie na stosunkowo niskim poziomie, doszło do tego, że realne stopy procentowe osiągnęły wartości ujemne. Prezentuje to rys. 1, porównujący nominalne i realne stopy procentowe w USA w latach 2000-2010:



Źródło: opracowanie własne na podst. http://www.inflationdata.com/inflation/Inflation_Rate/HistoricalInflation.aspx i <http://www.newyorkfed.org/markets/omo/dmm/historical/fedfunds/ff.cfm>

Rys. 1. Porównanie realnych i nominalnych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w latach 2000-2010

Ten znaczący spadek oprocentowania zadziałał pobudzająco na rynek kredytów i doprowadził do zwiększenia zadłużenia społeczeństwa i podmiotów gospodarczych. W przypadku podmiotów gospodarczych dochodziła tzw. tarcza podatkowa, czyli możliwość klasyfikacji odsetek od spłacanych kredytów jako kosztów uzyskania przychodu. Zwiększanie dźwigni finansowej poprzez wzrost zadłużenia, miało pozwolić na osiągnięcie znaczących zysków, przy założeniu stałego wzrostu wartości aktywów, w które pożyczone środki zainwestowano. Spirala zadłużenia i popytu na rynku amerykańskim doprowadziła do znacznego wzrostu cen aktywów (nieruchomości, surowców, akcji, obligacji i dzieł sztuki). Niezwykle ciekawy efekt widoczny jest na rys. 2, pokazującym kształtowanie się kredytów hipotecznych względem PKB w Stanach Zjednoczonych w latach 1996-2008. Wyraźnie widoczny jest pierwszy wzrost popytu na kredyty po zmianie przepisów podatkowych i programu wspomagania mieszkalnictwa własnościowego w latach 1999-2000, jego załamanie po pęknięciu bańki internetowej w roku 2000 oraz ponowny wzrost po obniżeniu stóp procentowych.



Źródło: opracowanie własne na podst. Federal Reserve Flow of Funds Accounts of the United States, March 10, 2011
<http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=5&ViewSeries=NO&Java=no&Request3Place=N&3Place=N&FromView=YES&Freq=Year&FirstYear=1995&LastYear=2010&3Place=N&Update=Update&JavaBox=no>

Rys. 2. Zmiana wartości zadłużenia w formie kredytów hipotecznych na tle zmian PKB w Stanach Zjednoczonych w latach 1996-2010

Spadek popytu na kredyty związane z nieruchomościami w roku 2005 był pierwszym sygnałem, że obserwowane w minionych 5 latach niezwykle wzrosty cen nieruchomości osiągnęły swoje apogeum i rynek czeka korekta (Szyszka 2009). Jak silna miała być, niewielu było w stanie przewidzieć. W rzeczywistości trwająca od początku XXI wieku hossa na rynku nieruchomości zakończyła się w drugiej połowie 2006 roku. Ceny zaczęły spadać i w wielu przypadkach okazywało się, że suma kredytu jest wyższa od wartości zabezpieczającej go nieruchomości. Banki zaczęły domagać się dodatkowych zabezpieczeń lub częściowej spłaty kredytu, które to wymagania niewielu klientów było w stanie zrealizować. Zaczęło dochodzić do zaprzestania spłat kredytów, banki przystąpiły do przejmowania nieruchomości i wystawiania ich na licytację, co w obliczu spadku popytu na tym rynku powodowało tylko dalszą obniżkę cen. Sytuacja ta mogłaby spowodować lokalny kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych, gdyby nie sposób, w jaki banki udzielające kredytów hipotecznych refinansowały swoją działalność.

Zgodnie z przepisami ostrożnościowymi obowiązującymi banki, akcja kredytowa musi mieć zabezpieczenie w kapitałach własnych banku. Oznacza to, że bank jest w stanie pożyczyć nie więcej niż pewna określona wielokrotność własnego kapitału. Alternatywą dla pozyskiwania nowego kapitału, przy stałym wzroście akcji kredytowej, została sekurytyzacja kredytów. Tworzenie pakietów kredytów i ich sprzedaż spółkom specjalnego przeznaczenia (SPV) oznaczało, że kredyty te zostawały usunięte z bilansu banku, zmniejszając obciążenie kapitału i pozwalając na dalsze zwiększanie akcji kredytowej. Spółki specjalnego przeznaczenia emitowały zaś obligacje zabezpieczone spłatami z portfela kredytów podlegającego sekurytyzacji (MBS) (Baily, Litan, Johnson 2008). W celu ich wyceny konieczne było sklasyfikowanie każdej obligacji względem wiarygodności kredytowej poprzez agencje ratingowe. Klasyfikacja ta była przeprowadzana szybko i bazując na ograniczonej ilości danych, co leżało w interesie, zarówno klienta (SPV), jak i agencji ratingowej, której przychody uzależnione są od ilości przeprowadzonych klasyfikacji. Obligacje wyceniane na podstawie ratingów były następnie sprzedawane inwestorom krajowym i zagranicznym. Wspomniane już agencje Freddie Mac i Fannie Mae zainwestowały miliardy dolarów w obligacje typu MBS, wykorzystując możliwość refinansowania poniżej stóp rynkowych, wynikającą z posiadanych gwarancji rządowych. Efekty tych inwestycji obrazuje fakt, że od roku 1998 do 2004 suma aktywów obu instytucji wzrosła z około 600 miliardów do 1,8 biliona dolarów. W latach tych nie występowały problemy z obsługą wspomnianych obligacji, powodując równoczesny ponad trzykrotny wzrost aktywów netto, czyli kapitałów własnych, z nieco poniżej 20 do ponad 70 miliardów dolarów. Załamanie rynku w 2008 roku spowodowało, poprzez gwałtowne obniżenie wartości aktywów, spadek sumy aktywów własnych agencji poniżej zera, oznaczając faktyczne bankructwo obu agencji (Steil 2009). Doprowadzenie do sądowego ogłoszenia ich niewypłacalności wiązałoby się z dużym zagrożeniem politycznym dla rządu federalnego (obie instytucje są największymi kredytodawcami na rynku hipotecznym w USA) oraz byłoby kolejnym ciosem dla rynków finansowych, dlatego zdecydowano się na udzielenie pomocy w formie kredytów oraz wykupu akcji. Oznaczało to upaństwowienie obu instytucji (Amended and Restated Senior Preferred Stock Purchase Agreement).

Oprócz wymienionych agencji, wiele banków na całym świecie inwestowało w amerykańskie obligacje hipoteczne. Wysokie ratingi pozostawiały inwestorów w przekonaniu, że stają się posiadaczami relatywnie bezpiecznych papierów wartościowych, zaś poziom złożoności oferowanych produktów utrudniał bądź wręcz uniemożliwiał własną ocenę podejmowanego ryzyka.

W sytuacji zmiany trendu na rynku nieruchomości w USA pojawiły się wątpliwości odnośnie nadmiernie optymistycznej oceny ryzyka kredytowego, wyrażonej w postaci ratingów. Popyt na papiery określane jako subprime, czyli obligacji zabezpieczonych właśnie przepływami pieniężnymi z hipotek udzielonych klientom o niższej wiarygodności kredytowej, załamał się, gdyż ratingi były jedynym czynnikiem wykorzystywanym do ich wyceny. Banki, które do tej pory nie wykazywały tych obligacji jako pozycji bilansowych, kategoryzując je jako aktywa finansowe dostępne do sprzedaży, zostały zmuszone do zreklasyfikowania i tym samym ujęcia ich w bilansie w momencie, kiedy popyt na nie zastygł, powodując konieczność stworzenia ogromnych rezerw wynikających z przepisów regulacyjnych. Banki zostały zmuszone do zdobycia nowych kapitałów w celu kompensacji spadku wartości posiadanych obligacji. Inwestorzy nie byli jednak skorzcy do udostępnienia niezbędnych środków finansowych i żądali bardzo wysokich premii odzwierciedlających ryzyko jakie podejmują. U klientów i kontrahentów dotkniętych banków pojawiły się obawy o ich wypłacalność i w rezultacie transakcje z nimi były wstrzymywane. Spirala problemów nakręcała się sama, aż do momentu upadku banku Lehman Brothers i wielomiesięcznego kryzysu płynności na rynkach finansowych (Szyszka 2009).

Kredyty hipoteczne

W tym miejscu chciałbym zaprezentować kilka propozycji zmian w przepisach regulacyjnych i praktyce bankowej, mogących pomóc w zapobieganiu kryzysom podobnym do opisywanego. Większość propozycji ma charakter uniwersalny i powinna znaleźć zastosowanie we wszystkich krajach zainteresowanych polepszeniem bezpieczeństwa systemu finansowego.

Zacznę jednak od problematyki charakterystycznej dla Stanów Zjednoczonych i będącej bezpośrednią przyczyną minionego kryzysu, czyli sytuacji na rynku kredytów hipotecznych. Pod koniec 2008 r. wartość udzielonych kredytów hipotecznych i pożyczek pod zastaw nieruchomości stanowiła 85 procent wysokości PKB Stanów Zjednoczonych, stanowiąc ogromny skok z poziomu 52 procent w 1995. Wysoki poziom zadłużenia okazał się źródłem zagrożenia nie tylko dla gospodarki USA, ale również dla całej gospodarki światowej. Przekonanie, jakoby każdy Amerykanin powinien mieszkać we własnym domu, zaś konieczność wynajęcia mieszkania jest oznaką nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku lub dyskryminacji przy udzielaniu kredytów, zostało utrwalone w amerykańskiej świadomości politycznej na przestrzeni wielu dziesięcioleci. Doprowadziło to do interwencji

politycznych tak zróżnicowanych, jak prawo do odliczania od dochodu pełnej wysokości odsetek od kredytu hipotecznego, tworzenie agencji wspierających budownictwo mieszkaniowe (czyli opisanych Freddie Mac i Fannie Mae) i wdrożenia w 1977 roku ustawy zwanej Community Reinvestment Act (zmienionej w 1995 r.) czy też w 1992 roku ustawy Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act mających na celu zwiększenie akcji kredytowej skierowanej w szczególności do gospodarstw domowych o niskich dochodach (i z reguły wyższym ryzyku niewypłacalności). Jakkolwiek zaostrzenie regulacji dotyczących udzielania kredytów hipotecznych jest konieczne, nie jest ono krokiem wystarczającym. W sytuacji, kiedy Fannie Mae i Freddie Mac, aktualnie pod kontrolą rządu, mają większe znaczenie dla rynku mieszkaniowego niż kiedykolwiek, dalsze ukierunkowywanie ich działalności na rodziny o niskich dochodach oraz strukturalnie słabe regiony praktycznie gwarantuje powrót do sytuacji z przed kryzysu, kiedy udzielanie i zaciąganie pożyczek cechowała wysoka nieostrożność.

Zrewidowaniu poddane powinno zostać zdecydowanie negatywne nastawienie polityki rządu wobec najmu nieruchomości przez gospodarstwa domowe. Wprowadzenie w życie idei taniego mieszkania jest z pewnością ważnym celem politycznym, jednakże zachęcanie ludzi do nadmiernego powiększania swojego zadłużenia może mieć bardzo niebezpieczne skutki nie tylko dla dłużników, lecz również dla ich rodaków zmuszonych przynajmniej częściowo dług ten spłacić. Pierwszym krokiem, jaki należałoby podjąć, jest wprowadzenie limitów finansowania zakupu nieruchomości do 90% wartości kredytowanego obiektu. Pomoc rządowa dla rodzin o niskich dochodach musi być udzielana w formie przejrzystych, oficjalnych programów rządowych mających swoje miejsce w budżecie. Niedopuszczalną jest próba „korumpowania” rynków kredytowych, w formie niewypowiedzianej obietnicy wykupienie ich długu przez państwo, jak w przypadku ostatniego kryzysu. Odnośnie możliwości odliczania odsetek kredytu od dochodu, nie ma ona praktycznie wpływu na decyzje rodzin o niskich dochodach, które podatku płacą niewiele bądź wcale. Ulga ta zachęca jedynie osoby o wysokich dochodach do spekulacji na rynku nieruchomości, względnie do zakupu coraz droższych posesji. Drastyczne ograniczenie wysokości dopuszczalnych odpisów z chwilą, kiedy rynek nieruchomości wykaże stabilne ożywienie, mogłoby mieć studzący wpływ na koniunkturę i zapobiec powstaniu nowej bańki².

² Interesującym artykułem poruszającym m.in. temat baniek na rynku hipotecznym w Europie jest *The European Economy in the Global Financial Crisis* Martina Wolfa.

Adekwatność kapitałowa

W kolejnych punktach opisane zostały zalecenia odnoszące się do elementów systemu finansowego wspólnych dla wszystkich gospodarek rozwiniętych. Jednym z interesujących zagadnień jest wpływ zadłużenia instytucji finansowych na stabilność całego systemu.

Spadek cen aktywów spowodował znacznie większe napięcia finansowe w bankach niż mogłoby to wynikać z obowiązujących regulacji kapitałowych. W ostatnich latach przed kryzysem, poziom wykorzystania dźwigni finansowej wśród największych instytucji finansowych (mających fundamentalne znaczenie dla całego systemu finansowego USA), takich jak Bear Stearns, Lehman Brothers i Citigroup, osiągnął niespotykaną dotąd wysokość. Współczynniki dźwigni finansowej w wysokości trzydzieści do jednego są zbyt niebezpieczne, aby je tolerować w przyszłości, szczególnie w obliczu pokusy nadużycia (ang. moral hazard), wywoływanej przez akcje ratunkowe rządów i banków centralnych, kierujących miliardy z pieniędzy podatników w system finansowy w formie operacji otwartego rynku albo poprzez pomoc bezpośrednią, czyli dofinansowanie zagrożonych instytucji (jak w przypadku niemieckiego banku HypoRealEstate). Aktualnie obowiązujące międzynarodowe regulacje w zakresie wymogów kapitałowych, czyli Bazylea II, mają dwie istotne wady, które należałoby wyeliminować.

Pierwszą z nich jest procykliczność przepisów, pozwalająca na podejmowanie coraz większego ryzyka finansowego, zabezpieczonego słabą podstawą kapitałową w okresach dobrej koniunktury, a z drugiej strony wymagająca szkodliwego ograniczenia akcji kredytowej i pozyskiwania coraz droższego kapitału w momencie, gdy posiadane aktywa tracą na wartości przy złej koniunkturze. Badacze problematyki wyceny bazującej na wartości godziwej słusznie podkreślają, że zmuszanie banków do stosowania wyceny rynkowej aktywów w sytuacji załamania rynku tylko potęguje problem procykliczności w recesji (Wallison 2008). Rozwiązaniem byłoby tu upoważnienie nadzoru bankowego do akceptowania alternatywnych metod wyceny aktywów przy ocenie spełniania minimalnych wymogów kapitałowych.

Drugą luką w systemie Bazylea II jest oficjalne usankcjonowanie roli agencji ratingowych w ocenie ryzyka implikującej wymogi kapitałowe: im niższy rating, tym wyższy kapitał bank musi wykazać na jego zabezpieczenie przed niewypłacalnością kontrahenta lub instrumentu. Do oceny ryzyka mogłyby jednakże zostać wykorzystane inne, bardziej wymierne, parametry. Takim jest stopa marży kredytowej, z którą notowane są obligacje korporacyjne i municypalne ponad stopą obligacji rządowych danego kraju emitenta. Agencje ratingowe, jak już opisałem, są w

sytuacji konfliktu interesów i powinny być traktowane podobnie jak inne organizacje prognozujące i nie mieć żadnej formalnej roli w procesie regulacyjnym.

W ostatnich latach wypracowano już konkretne postulaty odnośnie regulacji kapitałowych dla banków (m.in. Steil 2009):

- instytucje ważne z punktu widzenia systemu finansowego powinny podlegać ścisłym ograniczeniom poziomu dźwigni finansowej. Limity te muszą uwzględniać potencjalną ekspozycję wobec ryzyka pozabilansowego, które okazało się głównym źródłem ukrytych słabości wielu banków. Wskaźniki dźwigni powinny być obliczane z uwzględnieniem jedynie kapitału wyrażonego w akcjach zwykłych, nieuprzywilejowanych, jako reprezentującego akcjonariuszy sprawujących kontrolę nad bankiem poprzez prawo głosu przypisane każdej akcji.

- Instytucje chcące przekroczyć ustalone limity dźwigni należałoby poddać regularnej procedurze oceny zagrożenia dla systemu finansowego. Taka ocena musiałaby obejmować badania, do jakiego stopnia ich ekspozycja względem ryzyka opiera się na płynnych (notowanych na giełdzie) aktywach, w opozycji do aktywów o niewielkiej płynności, lub dla których ryzyko kontrahenta jest wysokie ze względu na brak zaangażowania izby rozrachunkowej w transakcje. Ponadto, ocenie podlegać musiałby również sposób finansowania aktywów, czy to w formie bezpiecznego długoterminowego długu, czy też zmuszającego do regularnego rolowania długu krótkoterminowego.

- Wymogi kapitałowe powinny być antycykliczne, poprzez powiązanie ich ze wzrostem aktywów banku - banki powinny być zobowiązane do rozbudowywania bazy kapitałowej tym szybciej, im szybciej poszerzają akcję kredytową. Propozycja ta jest zgodna z obserwacjami Tobiasa Adriana i Hyun Song Shin, że współczynniki dźwigni są instrumentami procyklicznymi - instytucje finansowe aktywnie powiększają swoją dźwignię wraz ze wzrostem cen aktywów (Song Shin, Adrian 2008). To zwiększa ryzyko całego systemu finansowego i powinno się temu zapobiegać poprzez odpowiednie regulacje.

- Wymagania kapitałowe muszą wzrastać wraz z poziomem niedopasowania terminów zapadalności finansowania do czasu trwania inwestycji. Oznacza to wyższe wymogi kapitałowe w przypadku wykorzystania krótkoterminowego długu na finansowanie inwestycji w długoterminowe aktywa.

Aktualnie obowiązujące przepisy ostrożnościowe są wynikiem politycznego kompromisu rządów państw UE i USA i w swojej formie wypaczają działania banków oraz wcale nie prowadzą do ograniczenia ryzyka. Priorytetem powinno być rozpoczęcie prac nad daleko idącymi zmianami tych przepisów, uwzględniającymi argumenty wymienione powyżej.

Monitoring kredytobiorców

Obszarem, na którym najbardziej potrzebna jest zmiana regulacji, jest sekurytyzacja kredytów. Sekurytyzacja daje ogromne korzyści przy redystrybucji ryzyka. Obecny kryzys ujawnił jednakże, że okupione jest to często zanikiem kontroli i monitoringu kontrahentów. Szczególnie widoczne jest to na rynku amerykańskim, gdzie kredytodawcy, oczekując sprzedaży udzielanych kredytów hipotecznych, mają niewielką zachętę do dokładnej weryfikacji kredytobiorców i późniejszego ściągania należności. Ograniczenia muszą zatem być stosowane wobec kredytodawców i emitentów obligacji typu ABS lub MBS w taki sposób, żeby zachowywali oni materialny udział w aktywach, które emitują. Można tego dokonać na wiele sposobów. Przykładowo można by zobowiązać inicjatorów sekurytyzacji do zachowania części tranzy najwyższego ryzyka, przynoszącej straty już w momencie, kiedy pierwsi dłużnicy zaprzestają spłaty swoich zobowiązań.

Znaczącą rolę w kryzysie odegrały agencje ratingowe systematycznie niedoszacowujące ryzyko niespłacenia ogromnej ilości papierów dłużnych, bazujących przede wszystkim na kredytach hipotecznych, co spowodowało systematyczne zaniżanie ceny ryzyka i zachęcające do nadmiernej ilości emisji. Okoliczności te spowodowały pojawienie się dwóch zarzutów wobec agencji ratingowych: że są niekompetentne oraz ich model biznesowy skłania je do tendencyjności przy ocenie ryzyka. Nawet jeżeli oba problemy byłyby prawdziwe, żaden z nich nie rozwiąże się sam. Nawet najlepsze regulacje prawne nie są w stanie wpłynąć na zdolność do prognozowania. Konflikt interesu, obarczający ratingi pewnym błędem, może zostać ograniczony, lecz nigdy całkowicie wyeliminowany jako, że osoby zainteresowane bezstronną oceną nie są skłonne za nią zapłacić, a osoby skłonne zapłacić za ocenę kładą nacisk na ocenę szybką i pozytywną (Steil 2009).

Wymierny interes w ratingach kredytowych mają dwie grupy: inwestorzy i emitenci. Inwestorzy nie są z reguły skłonni do finansowania klasyfikacji ratingowej obiektów inwestycyjnych, gdyż oczywistym jest, że informacja ta będzie następnie dostępna wszystkim uczestnikom rynku bezpłatnie. Emitenci, z drugiej strony, zapłacą za ocenę ryzyka kredytowego własnych emisji, ale będą wymagali ocen szybkich i korzystnych. Rozwiązaniem mogłoby być zmuszenie agencji ratingowych do zmiany akcentów we własnej działalności tak, żeby dochody z oceny ryzyka nie stanowiły głównego źródła wpływów agencji, lecz powodowałyby to również zniechęcenie agencji do kierowania środków na ten cel i tym samym niższą jakość ratingów. Pewną poprawę sytuacji mogłoby spowodować zakazanie agencjom doradzania emitentom przy strukturyzowaniu portfela podlegającego sekurytyzacji w celu osiągnięcia jak najlepszej oceny ryzyka.

Wszelkie próby wprowadzenia odpowiedzialności wobec organów rządowych, za wystawiane przez agencje ratingowe oceny, prowadzą jedynie do zmiany statusu agencji na bardziej oficjalny. Byłoby to niejako równoznaczne ze stawianiem stempla rządowego pod ratingami wydawanymi przez agencje i sankcjonowałoby w jeszcze wyższym stopniu ich nadzwyczajną pozycję na rynku finansowym. Rozsądniejszym rozwiązaniem byłoby zwiększenie konkurencji na rynku ocen ryzyka poprzez zezwolenie innym podmiotom na ich wydawanie. Firmy zainteresowane w zaferowaniu tego typu usług inwestorom, musiałyby przekonać ich do siebie wiarygodnością i jakością wydawanych ocen.

Rynek OTC

Słabość rynku finansowego w obliczu bankructwa banku Lehman Brothers oraz problemów grupy AIG zwróciła uwagę na ogromną wagę transakcji pozagiełdowych (Over-the-counter, OTC) i związaną z nimi wysokość niekontrolowanej i niemonitorowanej ekspozycji kredytowej wielu instytucji. Brak izb rozliczeniowych (clearing houses) zezwala bankom na większą elastyczność i innowacyjność w zawieraniu umów, ale jednocześnie zwiększa ryzyko transakcji (IMF 2009). Rynki pozagiełdowe mają bardzo wiele zalet, zarówno dla banków, jak i ich klientów, pozwalając na dopasowywanie oferowanych produktów do indywidualnych potrzeb. Niewątpliwie jednak część instrumentów osiągnęła już taką popularność, że można mówić o ich standaryzacji, co jest warunkiem do wprowadzenia ich do obrotu giełdowego lub obsługiwanego przez tzw. Central Counterparties (CCP-centralnych kontrahentów). Są to instytucje, które przejmują funkcję izby rozrachunkowej w transakcjach produktami znajdującymi się dotychczas w obrocie OTC. Jeżeli regulatorzy określiliby granice obrotu, jakich osiągnięcie powodowałoby wykluczenie danego instrumentu z obrotu pozagiełdowego, pozwoliłoby to na ograniczenie ryzyka zawieranych transakcji. Stroną każdej stawałaby się izba rozrachunkowa bądź centralny kontrahent, przejmujący ryzyko kredytowe oraz dbający o wpłacenie depozytów zabezpieczających przez kontrahentów w razie ewentualnych roszczeń.

Wprowadzenie takich regulacji musiałyby pociągać za sobą większy nacisk na samodzielność finansową i wypłacalność izb rozrachunkowych. Mimo, że do tej pory nie notowano żadnych spektakularnych bankructw tego typu instytucji, niewątpliwie objęcie obrotu instrumentami z rynków pozagiełdowych wymagałoby znacznego dokapitalizowania izb przejmujących zdecydowanie większe ryzyko kredytowe.

Jednoznacznie negatywnie należy ocenić próby regulacji rynku kredytowych instrumentów pochodnych jako alternatywy dla przedstawionego rozwiązania. Nikt nie jest w stanie przewidzieć, czy rynek kredytowych instrumentów pochodnych nie straci na znaczeniu w najbliższej przyszłości, ustępując miejsca innym instrumentom pozagiełdowym. Wprowadzanie kolejnych regulacji byłoby nieustanną pogonią za innowacjami rynkowymi, która nigdy nie mogłaby zakończyć się sukcesem.

Ład korporacyjny

Wielkie oburzenie wywołały informacje o wielomilionowych nagrodach, wypłacanych przez banki grające główną rolę w kryzysie finansowym swoim zarządom jeszcze w przeddzień kryzysu. Doraźnym lekarstwem na tę przypadłość systemu miały być, wprowadzone tak w USA jak i w Europie, ograniczenia w zarobkach kadry zarządzającej instytucji otrzymujących pomoc państwową. Było to jednakże wymierzone raczej w uspokojenie opinii publicznej, niż krok do strukturalnego rozwiązania problemu. Nietrudno przewidzieć, że w firmach, które pomoc państwa otrzymały, priorytetem jest jak najszybszy zwrot otrzymanych środków (czy to w formie kapitału, czy też preferencyjnych kredytów). Aktualne regulacje nie będą w stanie zapobiec próbom kompensowania sobie przez kadrę zarządzającą utraczonych dochodów, po spłacie państwowej pomocy.

Problemem, który należy spróbować rozwiązać jest uzależnienie wynagrodzeń od krótkoterminowych wyników spółek oraz nadmierna wzajemna zależność zarządów i rad nadzorczych. Kierujący przedsiębiorstwem są zachęceni przez obowiązujące systemy premii do podejmowania nadmiernego ryzyka, gdyż ewentualne zyski z takiej strategii przekładają się bezpośrednio na ich dochody, zaś możliwe straty są w całości ponoszone przez przedsiębiorstwa. Możliwym rozwiązaniem byłoby wprowadzenie finansowej odpowiedzialności kierownictwa za wyniki firmy w dłuższym okresie, oczywiście nie całym majątkiem, jak w przypadku wspólników spółki cywilnej. Niewątpliwie możliwe byłoby jednak gromadzenie przyznanych zarządowi premii za wyniki przez okres 3 do 5 lat na rachunku powierniczym i wypłacanie ich dopiero po tym okresie. W sytuacji, gdyby zyski księgowy z działalności jednego roku przekształcały się w straty w kolejnym, spółka miałaby możliwość regresu wobec zarządu do wysokości wpłaty dokonanej na rachunek powierniczy.

Wysoka wzajemna zależność rad nadzorczych i zarządów jest szczególną cechą systemu amerykańskiego, w którym prezes zarządu nierzadko jest również

przewodniczącym rady nadzorczej, zaś pozostali członkowie zarządu również w tej radzie zasiadają. W większości przedsiębiorstw obowiązują oczywiście ograniczenia dotyczące tego, ile procent członków rady mogą stanowić osoby zatrudnione przez przedsiębiorstwo, a ile procent musi być od niego niezależnych, spisane w regulach ładu korporacyjnego. Są to jednakże rozwiązania dobrowolne, choć podnoszące wiarygodność przedsiębiorstwa w oczach kontrahentów i akcjonariuszy. Nie zmienia to faktu, że zarządy, również w takim układzie, współdecydują o własnych dochodach oraz o wynagrodzeniu członków rady nadzorczej. Jest to sytuacja, która już wielokrotnie była krytykowana i odnośnie której wypowiadały się autorytety oraz organizacje dbające o przejrzyste reguły ładu korporacyjnego, jak na przykład CFA Institute. Niewątpliwie tylko regulacje prawne będą w stanie uniezależnić od siebie oba organa zarządzające przedsiębiorstwami. O te będzie jednakże niełatwo w obliczu silnego lobbingu przeciwnemu jakimkolwiek zmianom w tym zakresie.

Najnowsze zmiany regulacyjne

Obecny kryzys finansowy i gospodarczy jest przykładem pęknięcia bańki kredytowej napędzanej polityką monetarną, fiskalną i socjalną rządu Stanów Zjednoczonych ostatnich 15 lat. Uznanie przez rządy USA i krajów Unii Europejskiej braku dostatecznej regulacji rynku finansowego za główną przyczynę obserwowanego kryzysu jest daleko idącym i niebezpiecznym uproszczeniem. Stany Zjednoczone, jako podmiot kreślący warunki polityki pieniężnej i kredytowej dla dużej części gospodarki światowej, są moralnie zobowiązane do takich zmian w prawie, które zniechęcałyby osoby prywatne oraz firmy do nadmiernego zadłużania, oraz do zadbania o to, żeby instytucje finansowe ważne systemowo były na tyle stabilne, aby samodzielnie przetrwać przyszłe ewentualne zawirowania rynkowe.

Część z prezentowanych propozycji zmian w prawodawstwie regulacyjnym znalazło odzwierciedlenie w publikacji Komitetu Bazylejskiego *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Przedstawiony dokument wprowadza przykładowo zmiany w zasadach wyznaczania warstwy 1 kapitału (Tier 1), mające na celu wzrost jakości i przejrzystości kapitałów instytucji finansowych. Niedopuszczalne stało się wliczanie instrumentów dłużnych do warstwy 1. Jedynymi dopuszczalnymi elementami tej, niezwykle istotnej z regulacyjnego punktu widzenia, wielkości będą opłacony kapitały akcyjny oraz kapitał z wypracowanego zysku. Zaostrzenie to będzie miało bezpośredni wpływ na nową miarę wypłacalności banku w postaci wskaźnika dźwigni (leverage ratio). Obie

zmiany przepisów mają na celu ograniczenie wykorzystania dźwigni finansowej, które okazało się tak niebezpieczne w czasie kryzysu finansowego. Niestety są one jedynie rozwinięciem dotychczasowych rozwiązań i bazują wciąż wyłącznie na elementach bilansu banku. Ignorowane są z kolei wszystkie pozycje pozabilansowe, pozwalające na zwiększanie dźwigni, takie jak instrumenty pochodne.

Odpowiedzią na opisany postulat przeciwdziałania cykliczności przepisów mogłoby być wprowadzenie tzw. bufora antycyklicznego. Wadą wybranego rozwiązania jest jednakże fakt, że mamy tu jedynie do czynienia z kolejnym obciążeniem kapitałów banku. Czyli cała idea tego bufora polega na ograniczeniu akcji kredytowej systemu bankowego w warunkach przekroczenia określonych wartości alarmowych, dobieranych indywidualnie przez krajowe nadzory finansowe. Tym samym, postawiono na wyhamowywanie działalności kredytowej w rozgrzanej gospodarce, zanim ewentualny kryzys i spadek wartości aktywów i tak zmusiłby do tego banki, zobowiązane do utrzymywania już znanych wskaźników wypłacalności. Antycykliczna skuteczność tego rozwiązania budzi wątpliwości, gdyż maksymalna wysokość bufora, czyli 2,5% wartości aktywów ważonych ryzykiem (art. 142, *Basel III: A global regulatory framework...*) może, w najlepszym wypadku, nieco zmniejszyć amplitudę wahań koniunkturalnych systemu bankowego, ale nie jest w stanie im zapobiec.

Jedną z istotnych zmian w przepisach, dotyczących zwiększenia bezpieczeństwa transakcji i przejrzystości rynku, jest silne wsparcie udzielone instytucjom znanym jako centralni kontrahenci. Tendencja ta wyraża się, przede wszystkim, w podniesieniu wymogów kapitałowych odnośnie transakcji OTC, które to z pewnością doprowadzą do rewizji modeli działalności wielu banków. Pewne rodzaje produktów staną się dla banków na tyle drogie na rynku pozagiełdowym, a z drugiej strony nieatrakcyjne w ramach przejrzystych transakcji z centralnym kontrahentem, że z pewnością znikną z portfeli banków. Przepisy Bazylei III przewidują również zachęty do poprawiania swojej wiarygodności kredytowej oraz bezpieczeństwa procesów transakcyjnych wobec samych centralnych kontrahentów. Przykładowo, zerowa waga ryzyka dla ekspozycji kredytowej względem CCP dopuszczalna będzie jedynie przy spełnieniu przez takiego kontrahenta zdefiniowanych kryteriów³.

Jedną z najczęściej krytykowanych wad dotychczasowych regulacji jest brak uwzględnienia strat spowodowanych pogorszeniem się wiarygodności kredytowej kontrahenta (Credit Value Adjustments). Odpowiedzią na te zarzuty mają być dodatkowe wymogi kapitałowe dla rezerw tworzonych w celu amortyzacji spadków

³ Par. 113 *Basel III: A global regulatory framework...* odsyła do specjalnych regulacji odnośnie CCP (tzw. standardy CPSS-IOSCO), które zostaną opracowane w roku 2011

wartości aktywów powodowanych przez wspomniane pogorszenie wiarygodności kredytowej kontrahenta. Krótko mówiąc, również w tym wypadku za remedium uznane zostało obciążenie kapitałów własnych banku.

Bazylea III porusza również temat zarządzania zabezpieczeniami (Collateral Management), który co prawda uregulowany został już w ramach NUK, jednakże procesy w tym zakresie uznane zostały za zbyt niestabilne w obliczu turbulencji rynkowych. Niektóre z wymagań nowych przepisów to:

- konieczność monitorowania koncentracji ryzyka
- opracowanie i przestrzeganie wewnętrznej polityki zarządzania zabezpieczeniami (Collateral Management Policy)
- monitorowanie i raportowanie zmienności i płynności papierów wartościowych używanych jako zabezpieczenia

Interesującą jest również próba przeciwdziałania spirali strat, w jaką wciągały się banki podczas turbulencji rynkowych. Duża część działalności banków prowadzona jest w ramach systemu – banki pożyczają sobie na wzajem, kupują papiery dłużne emitowane przez inne banki, tworzą konsorcja itp.. Obserwacje ostatnich lat wykazały, że wypłacalność instytucji finansowych jest w ramach sektora o 25% silniej skorelowana niż poza nim. Czyli prawdopodobieństwo negatywnych skutków pogorszenia się wiarygodności kredytowej kontrahenta jest o 25% wyższe, jeżeli tym kontrahentem jest inny bank, niż jeżeli byłoby to przedsiębiorstwo spoza branży finansowej. Próbą odpowiedzi na wspomnianą korelację jest wprowadzenie nowego współczynnika (1,25) przy obliczaniu jednego z elementów składowych (AVC-Asset Value Correlation) aktywów ważonych ryzykiem dla ekspozycji względem instytucji finansowych.

Współczynnik dla AVC jest kolejnym elementem regulacji zawartych w *Basel III: A global regulatory framework...* sprowadzających się do zwiększenia wymogów kapitałowych wobec banków. Wprowadzenie ich w życie będzie skutkowało zdecydowanym wzrostem kosztów prowadzenia działalności banków. Instytucje finansowe zmuszone zostaną do emisji nowych akcji bądź ograniczenia skali działalności. Trudno wskazać, które z przepisów miałyby zapobiec kryzysom podobnym do obserwowanego w latach 2008-2009. Z pewnością nie mamy do czynienia z jakościowym postępowaniem w podejściu do bezpieczeństwa systemu finansowego, a raczej korektą kursu obranego w ramach Bazylei II.

Mimo, iż zakres zmian przepisów proponowany w ramach Bazylei III jest zdecydowanie mniejszy niż w ramach Nowej Umowy Kapitałowej, banki czeka kolejny okres dopasowywania się do nowych przepisów. W dalszym ciągu otwartą jest kwestia ostatecznego kształtu nowych regulacji i termin ich wejścia w życie. Ich autorzy ścierają się w tej sprawie z bankami obawiającymi się pogorszenia

własnej pozycji konkurencyjnej na światowym rynku finansowym, w przypadku wprowadzenia nowych przepisów jedynie w Unii Europejskiej. Z pewnością powodzenie całej operacji zależy od tego, w jakim stopniu organy regulacyjne Stanów Zjednoczonych, Japonii i Chin będą skłonne włączyć się do tego przedsięwzięcia. Na dzień dzisiejszy nowe przepisy mają wchodzić w życie stopniowo w latach 2012-2017.

Piśmiennictwo

1. Adrian T., Song Shin H., 2008. *Procyclical Leverage and Value-at-Risk*. Raport Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku.
2. Baily M.N., Litan R.E., Johnson M.S., 2008. *The Origins of the Financial Crisis. The Initiative On Business and Public Policy at Brookings*, Waszyngton.
3. Bank Rezerwy Federalnej, 2011. *Flow of Funds Accounts of the United States – Flows and Outstandings First Quarter 2011*. Waszyngton.
4. Basel Committee on Banking Supervision, 2010. *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Bank for International Settlements, Bazylea.
5. Departament Skarbu Rządu USA. *Amended And Restated Senior Preferred Stock Purchase Agreement*. Informacja prasowa, 26 września 2008.
6. Dokument elektroniczny. Tryb dostępu: <http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=5&VieSeries=N&Java=no&Request3Place=N&3Place=N&FromView=YES&Freq=Year&FirstYear=1995&LastYear=2010&3Place=N&Update=Update&JavaBox=no>, stan z dn. 22.08.2011 r.
7. Dokument elektroniczny. Tryb dostępu: http://www.inflationdata.com/inflation/Inflation_Rate/HistoricalInflation.aspx, stan z dn. 14.08.2011 r.
8. Dokument elektroniczny. Tryb dostępu: <http://www.newyorkfed.org/markets/omo/dmm/historical/fedfunds/ff.cfm>, stan z dn. 16.08.2011 r.
9. International Monetary Fund, 2009. *Lessons of Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management*. Waszyngton.
10. Steil B., 2009. *Lessons of the Financial Crisis, Council on Foreign Relations*. Council Special Report 45, Center for Geoeconomic Studies, Nowy Jork.
11. Szyszka A., 2009. *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*. Bank i Kredyt 40 (4), NBP, Warszawa.

12. Wallison, P. J., 2008. *Fair Value Accounting: A Critique*. Financial Services Outlook. American Enterprise Institute for Public Policy Research, Waszyngton.
13. Wolf M., 2010. *The European Economy in the Global Financial Crisis*. CFA Institute Conference Proceedings Quarterly 27 (1).