

## Kryzys: skuteczna, ale kosztowna, metoda uzdrawiania systemu finansowego

Włodzimierz Wąsowski

**Obecny kryzys doczeka się niewątpliwie w przyszłości wielu interpretacji i analiz. Jest pewnie jeszcze za wcześnie na autorytatywne wnioski dotyczące jego przyczyn, przebiegu i następstw, niemniej można już sformułować pewne hipotezy i wstępne wnioski. Należy też przestrzegać przed niebezpieczną pokusą stwarzaną przez kryzys – szerszej ingerencji państwa w mechanizmy rynkowe, bo – jak wskazuje doświadczenie – takie ingerencje mogą przynieść skutki odwrotne od zamierzonych.**

Kryzys finansowy w USA oraz „zarażenie” nim gospodarek innych państw spowodowany był niewątpliwie zjawiskami makroekonomicznymi i błędami w polityce monetarnej. Deficyt na rachunku obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych i nadwyżka na analogicznym rachunku w Chinach – ulokowana w USA – kształtowały niską stopę procentową Fed. Chiny zaś kupowały olbrzymie ilości waluty amerykańskiej by eksport z Chin był tani.

W amerykański system bankowy wtłoczone zostały olbrzymie strumienie pieniężne, które nie pozwalały by stopa procentowa rosła. To było powodem wzrostu na rynku kredytów, emisji obligacji czy lewarowanych przejęć firm. Banki, chcąc poprawić słabą rentowność (niska stopa zwrotu), wymyśliły „innovacje” finansowe, które wprowadziły do systemu finansowego dodatkowe strumienie pieniężne. Tani pieniądz sprzyjał zaś luźnej, czy wręcz nieodpowiedzialnej, polityce kredytowej. Banki przyjmowały coraz bardziej liberalne kryteria oceny zdolności kredytowej, a pęd do zadłużania się przy niskiej stopie procentowej staje się coraz większy.

Powodem kryzysu były także zaniedbania władz publicznych w zakresie regulacji oraz błędy nadzoru finansowego. Tolerowano politykę udzielania ryzykownych kredytów, emitowania nieprzejrzystych instrumentów pochodnych, nadmierne było też zaufanie do

modeli i ratingów. Papiery wartościowe oceniane przez agencje ratingowe jako +AAA, czyli bardzo bezpieczne, okazały się tylko opakowaniem dla „toksycznych aktywów”. Śmieciowe były i papiery, i ratingi. Wydawać się może przy tym, że agencje ratingowe koncentrują się przede wszystkim na zapewnieniu sobie wysokich wynagrodzeń za swoje usługi, a jakość wyceny aktywów schodzi na drugi plan.

Stopień skomplikowania konstrukcji niektórych produktów finansowych był taki, że przestały rozumieć ich istotę zarówno organy nadzoru, jak i łatwowierni regulatorzy. Byli oni przekonani, że – tak jak w fizyce czy matematyce – można wszystko opisać za pomocą modeli. Z kolei rady dyrektorów/nadzorcze, czyli powiernicy odpowiedzialni za staranne reprezentowanie interesów akcjonariuszy, nie dopełniły swoich obowiązków w zakresie racjonalnego nadzoru. Inwestorzy-akcjonariusze uwierzyli zaś, że kursy akcji będą tylko rosnąć.

W tych warunkach pojęcia etyki i odpowiedzialności okazały się bardzo mgliste. W bankach – jakby nie było instytucjach publicznego zaufania – kluczem do sukcesu było zawężone pojmowanie swojej funkcji jako sprzedawcy produktów. Najważniejszą grupą pracowników stali się więc sprzedawcy, bodźcowani w zależności od wielkości sprzedaży i dynamiki jej wzrostu. Dzisiaj ich tytuły „doradca” czy „opiekun bankowy” brzmią więc nieco żało-

śnie w sytuacji, gdy w funduszach inwestycyjnych klienci „utopili” znaczne kwoty. Wydaje się więc, że główny cel działania doradców to po prostu zwiększanie obrotów, a wartość ich porad można uznać za iluzoryczną – przeciętny doradca opiera się bowiem na wiedzy, którą każdy może znaleźć w oficjalnie opublikowanych dokumentach.

Istotą bankowości jest pozyskiwanie depozytów i zamiana ich w kredyt. Ten schemat nie dotyczy jednak banków inwestycyjnych, które otrzymany kapitał inwestują w przejęcia i fuzje, papiery wartościowe, spekulowanie na rynku walutowym, surowcowym, obrót instrumentami pochodnymi. W celu inwestowania banki na olbrzymią skalę wylewarowały kwoty kilkadziesiąt razy przekraczające ich kapitały. Lewarowanie podgrzewa zaś koniunkturę. Co więcej, usuwanie ograniczeń w działalności instytucji finansowych – jako rozpowszechniona doktryna – w największym stopniu dotyczyło właśnie banków inwestycyjnych, które w efekcie działały niemal bez żadnego nadzoru państwa. One też stały się pierwszymi ofiarami kryzysu finansowego.

Zdrowa proporcja kredytów do depozytów była samoczynnie regulującym się mechanizmem, ale z czasem stworzono nowoczesne instrumenty finansowe, które umożliwiły bankom pożyczanie więcej pieniędzy niż pozyskiwały od deponentów. Te produkty nowoczesnej inżynierii finansowej zniekształcają jednak relacje pomiędzy kredytobiorcą a kredytodawcą. Kredytobiorcom wmówiono, że można kreować strumienie pieniężne z niczego, a oni chętnie uwierzyli, że mogą poprawić swój standard życia dzięki pożyczkom, a nie wzrostowi dochodów.

W efekcie system bankowy stał się czymś w rodzaju globalnej piramidy finansowej, która zaczęła się chwiać gdy wyczerpały się jej możliwości. W proces ratowania systemu bankowego zostały wciągnięte rządy, które dostar-

czają pieniędzy na neutralizację toksycznych aktywów. Walących się piramid finansowych zwykle się nie ratuje, w tym jednak przypadku rachunek ma zapłacić całe społeczeństwo – czyli podatnicy. Niewykluczone, że właściwsze byłoby bankructwo zagrożonych banków.

## Uśpiona czujność

Znamienne, że amerykański bank centralny od lat dawał bankom sygnały, że jeżeli będzie źle, to przyjdzie im z pomocą – mogą więc liczyć na zastrzyk finansowy pozwalający zachować płynność kiedy generowana łatwym pieniądzem bańka spekulacyjna spowoduje korektę, która może przerodzić się w depresję. Jednocześnie w systemie bankowym narastały takie zjawiska, jak oddalenie ryzyka od miejsca jego powstawania – poprzez system ubezpieczeń i reasekuracji – czyli pozorne unieważnienie ryzyka. Ufano ratingom, które zwalniały od obowiązku własnej oceny ryzyka.

Akcjonariusze, rady dyrektorów/nadzorcze popychały zarządzających do generowania krótkoterminowych zysków i – przy okazji – długoterminowych strat. Rozproszenie własności instytucji finansowych nie pozwala na odpowiedni nadzór właścicielski, a inwestorzy portfelowi, przede wszystkim fundusze, nastawieni byli na krótkoterminowe zyski, do których popychano zarządzających poprzez system bonusów. Tolerowano też przypadki, gdy menedżerowie odchodzili do nowych firm z ogromnymi odprawami, mimo że doprowadzili do bankructwa firmy, w których pracowali poprzednio. Te odprawy były zaś często „premią za zezłomowanie” przedsiębiorstwa.

Analiza pierwotnych przyczyn kryzysu wskazuje jak destruktywny może być wpływ polityki na gospodarkę – władze, kierując się racjami politycznymi, wymusiły na instytucjach finansowych stosowanie ryzykownych warunków kredytowania. Chodziło o to, by zrealizo-

wał program szybkiego zwiększenia dostępności domów i mieszkań dla mniej zasobnych rodzin, a tym samym zapewnić wzrost liczby właścicieli nieruchomości.

Nic dziwnego zatem, że kryzys finansowy rozpoczął się od segmentu kredytów subprime – produktów o wysokim ryzyku niespłacenia, udzielanych osobom o niskich dochodach, niskiej wiarygodności kredytowej, bez majątku, nierzadko bez pracy. Większe ryzyko związane z kredytami subprime przekładało się na ich wyższe oprocentowanie. Udzielanie takim osobom kredytów wiązało się z przekonaniem banków o nieustannym wzroście cen nieruchomości, będących zabezpieczeniem kredytów subprime. Banki uważały bowiem, że w przypadku niewypłacalności kredytobiorcy zawsze można będzie przejąć kredytowaną nieruchomość i korzystnie ją sprzedać.

Kredytodawcy nie uwzględnili w swoich rachubach skali wzrostu oprocentowania kredytów (wskutek podwyżki stóp procentowych), przy jednoczesnym wzroście kosztów utrzymania dłużników. Na dodatek liberalna polityka kredytowa sprzyjała wyłudzeniu kredytów i omijaniu procedur – wszystko to zwiększało udział kredytów niespłacanych w portfelach kredytowych banków. A wzrost opóźnień w spłacie i rosnąca inflacja pociągnęły za sobą dalszy wzrost stóp procentowych, to zaś z kolei – spadek cen na rynku nieruchomości.

Wielu dłużników, pomimo wzrostu oprocentowania, wywiązywało się z płatności – jednak tylko do momentu, gdy wzrost wysokości odsetek był rekompensowany wzrostem wartości nieruchomości. Kiedy rozpoczął się spadek cen na rynku nieruchomości, kredytobiorcy subprime (w szczególności dłużnicy, którzy nabyli nieruchomości w celach spekulacyjnych) przestali spłacać kredyty, a firmy zajmujące się ubezpieczaniem kredytów nie mogły podołać zobowiązaniom. Tak więc kolejnym skutkiem spadku wartości nieruchomości były trudności z refinansowaniem kredytów.

## Maskowanie złych kredytów

W klasycznym modelu kredytowania, ryzyko kredytowe związane z niewypłacalnością dłużnika ponosił (obok samego dłużnika) bank udzielający kredytu. Banki, chcąc się zabezpieczyć przed skutkami tego ryzyka, zastosowały metody inżynierii finansowej: „przepakowały” ryzykowne kredyty w papiery dłużne, a maklerzy zaczęli zapewniać swoich klientów, że są to opłacalne i całkowicie bezpieczne nowoczesne instrumenty finansowe. W końcu ich emitentem były duże banki amerykańskie, a papiery miały wysoką ocenę ratingową. Tak więc, wraz z pojawieniem się instrumentów związanych z sekurytyzacją<sup>11</sup>, ryzyko związane z niespłacalnością kredytów hipotecznych zostało przeniesione na wiele różnych podmiotów.

Stworzenie i zastosowanie sekurytyzacji jako innowacji finansowej było efektem przemyśleń na temat powiązania wielkości aktywów i ich rodzaju z wielkością kapitału regulacyjnego. Wyprowadzenie poza bank ekspozycji na ryzyko kredytowe jest wtedy jedynym logicznym i prostym sposobem na pomniejszenie kapitału regulacyjnego. Sekurytyzacja pozwala instytucjom finansowym wyprowadzać z bilansu aktywa, czyli wykazać je jako sprzedane. „Oni piszą nie na naszym bilansie” – tak mówi się w bankach. Banki bowiem, pozostawiając te kredyty w swoim portfelu, musiałyby dokonać odpisów aktualizacyjnych i monitorować ich spłatę.

<sup>11</sup> Sekurytyzacja to zamiana aktywów na dające się zbyć papiery wartościowe. Faktycznie nie jest ona objęta żadnymi ograniczeniami i regulacjami. Sekurytyzacja przeprowadza się w kolejnych etapach: 1. wyodrębnienie aktywów do sekurytyzacji w bilansie, 2. transfer do innej jednostki (koszt powołania tej jednostki i ubezpieczenia), 3. finansowanie ich nabycia przez emisję dłużnych papierów wartościowych. Jest to technika podobna do emisji listów zastawnych.

W przypadku kredytów subprime, sekurytyzacja została użyta do zamaskowania złych kredytów. A żeby to wszystko jeszcze lepiej zakamuflować – wprowadzono dodatkowe komplikacje: banki powołały podmioty specjalnego przeznaczenia, które wyposażono w te podejrzane obligacje. Powołane podmioty, na bazie tych obligacji wyemitowały nowe papiery dłużne i uzyskiwały na nie wyższy rating niż miała pierwotna obligacja (!). Tak pojmowana sekurytyzacja pozwoliła więc rozmyć ryzyko wiążące się z nielicznymi złymi kredytami poprzez „zmieszanie” ich z kredytami osób o wyższej wiarygodności kredytowej.

Portfele obligacji dzielono na transe o różnym oprocentowaniu i ratingach. Współudział agencji ratingowych w tym procederze był konieczny, by wprowadzić niedoświadczonego inwestora w błąd. Za przyznanie ratingu płacił emitent, a agencji nie interesowało co pakiet kredytów zawiera. W efekcie papiery te wydawały się bardzo atrakcyjne w sytuacji gdy stopy procentowe spadały, a wartość nieruchomości rosła – dlatego były chętnie kupowane przez naiwnych inwestorów na całym świecie.

Czym były więc w istocie kredyty subprime? Kredytami dla kłamców, którzy ukryli przed bankiem swoją rzeczywistą zdolność kredytową? Czy klienci biorący ten kredyt zachowali się racjonalnie? Odpowiedzi na te pytania nie są proste. A pojawiają się kolejne: Czy kryzys na rynku kredytów subprime został spowodowany przestępczymi machinacjami pożyczkobiorców, czy może był raczej starannie obmyślonym „przekrętem”, w który zaangażowani byli deweloperzy, banki i pośrednicy kredytowi, a cały ten proceder był napędzany przez chciwość?

Sprzedawcy kredytów nie sprawdzali, czy klient będzie miał środki na spłatę długu, ich interes polegał na tym, by jak najwięcej sprzedać. Kiedy rosła wartość hipoteki, bank proponował dodatkowe kredyty uzupełniające. To

pozwalalo żyć ponad stan, co dodatkowo nakręcało koniunkturę. Podaż nieruchomości rosła w ślad za popytem i wkrótce go przewyższyła. „Bańka” więc rosła, a jazda była coraz szybsza. Wiadomo jednak, że im dłużej bańka nabrzmiewa, z tym większą siłą potem pęka. Dlaczego nabrzmiewa – było dla niektórych bankowców jasne, ale kiedy pęknie – już niekoniecznie.

Impulsem wyzwającym krach była opisana wyżej sytuacja na rynku nieruchomości i podniesienie stóp procentowych przez bank centralny. Podwyższenie stóp procentowych przez Fed spowodowało, że z chwilą korekty ceny pieniądza, koszty obsługi kredytów wzrosły powyżej zdolności finansowych wielu kredytobiorców. Trzeba bowiem pamiętać, że w czasie boomu gros kredytów udzielanych na kupno nieruchomości miało oprocentowanie zmienne. Po wzroście oprocentowania, część dłużników nie była w stanie spłacać rat kredytów, część zaś przestała spłacać wtedy, gdy spadające ceny nieruchomości uniemożliwiły pozbycie się długu – nawet w zamian za oddanie nieruchomości bankowi. Liczba niewypłacalnych kredytobiorców przy rosnących stopach procentowych i spadku cen nieruchomości zaczęła rosnąć lawinowo. Wtedy zaczęły spadać ceny akcji na giełdach i rozpoczął się kryzys zaufania do banków.

## Godzina prawdy

Obligacje wyemitowane w oparciu o kredyty hipoteczne były określane jako nowoczesne, wysokiej jakości, bezpieczne instrumenty finansowe. Rynek poznał prawdę, gdy okazało się, że te śmieciowe papiery stanowią znaczną część majątku wielu potentatów finansowych. Jeżeli po stronie aktywów nie ma niczego co jest coś warte, to po stronie pasywów są tylko takie zobowiązania, które nie mogą być zrealizowane. Efektem poznania prawdy był wzrost

kosztów pozyskania kapitału na rynku finansowym, spadek wzajemnego zaufania pomiędzy bankami, wzrost awersji do ryzyka, spadek płynności. W takich momentach nie jest trudno o panikę, czyli run na kasy w bankach, a jest to zjawisko dużo groźniejsze niż skutki strat na kredytach hipotecznych czy innych kredytach.

Wiadomo jednak, że krach czy recesja nie są zwykle wynikiem jednego zdarzenia, zaś kryzysy mają to do siebie, że się rozlewają – zwłaszcza wtedy, gdy silny jest łańcuch wzajemnych powiązań. Mówimy wtedy o efekcie domina. Jeżeli gospodarka była napędzana kredytami, które nie mają szans na spłacenie, to nieodległa jest perspektywa recesji. Wzrost stóp procentowych, na który mają wpływ czynniki makroekonomiczne o charakterze globalnym, to – obok wzrostu ceny kredytów dla osób prywatnych – większa skłonność do oszczędzania i spadek popytu. Oznacza to również wzrost ceny kredytów dla przedsiębiorstw, a więc niższy zysk, spadek ceny emitowanych przez nie papierów wartościowych i niższy poziom akceptowanego ryzyka – co powoduje przenoszenie kapitału z giełd na rynek bezpiecznych, a więc rządowych, papierów wartościowych. Rozlanie się kryzysu na gospodarkę realną oznacza ograniczenie inwestycji, redukcje zatrudnienia i obniżkę płac, a w dalszej kolejności recesję.

Efektom spadku wolumenu kredytów hipotecznych był spadek cen nieruchomości. Z kolei rosnące zaległości w spłacie kredytów subprime spowodowały lawinową przecenę instrumentów finansowych opartych na tych kredytach i odwrót inwestorów, to zaś wywołało problemy wielu banków z płynnością. Odpisy z tytułu strat na obligacjach opartych na kredytach hipotecznych utrudniają bankom pozyskiwanie nowych funduszy, konsekwencją jest utrata płynności, a w ekstremalnych przypadkach upadłość banku.

Przy spadających cenach nieruchomości i pogarszającej się jakości kredytów hipotecznych inwestorzy wymagają wyższych premii za ryzyko. Jednocześnie wyższe koszty obsługi kredytów powodują trudności z ich spłacaniem przez coraz większą liczbę kredytobiorców, zaś spadek ich zdolności kredytowej powoduje wzrost obaw inwestorów, którzy żądają jeszcze wyższych odsetek za ryzyko. Ten mechanizm to swoista „spirala śmierci”.

### **Recesja – logiczny skutek kryzysu**

Kryzys wywołany w Stanach Zjednoczonych przeniósł się do Europy i jego skutkiem jest zagrożenie stabilności systemu bankowego, zaś skutkiem braku zaufania jest obniżenie płynności i wzrost stopy procentowej na rynku pieniężnym. Akcje banków zaczęły być wyceniane poniżej ich wartości księgowej, co oznacza duży sceptycyzm u inwestorów. Banki zaś nie sprzedają aktywów, bo musiałyby zaksięgować straty. Sytuacja taka wymaga zwykle pomocy publicznej w postaci dokapitalizowania banków (nacionalizacja banku)<sup>12</sup> lub przywrócenia płynności przez wykup toksycznych aktywów. Rząd, jako właściciel kredytów, może wtedy modyfikować warunki ich udzielenia wprowadzając zapisy korzystne dla dłużników; obniżenie odsetek, wydłużenie spłaty.

Dokapitalizowanie jest zazwyczaj realizowane poprzez nabycie akcji banku. Przywraca ono płynność, zaufanie deponentów, odbudowuje fundusze własne, a w konsekwencji pozwala przywrócić rentowność poprzez przekształcenie pozyskanych środków w aktywne produkty bankowe. Dla poprawy sytuacji uznano też za konieczne wymuszone przejęcia banków zagrożonych ryzykiem niewypłacalności przez inne banki. Sytuację na giełdach ma, w założeniu, poprawić obniżka

<sup>12</sup> Rząd może mieć wtedy nadzieję na dywidendę z tych akcji lub na wzrost ich wartości w przyszłości.

stóp procentowych przez banki centralne, by ratować gospodarkę przed recesją. Sprzyja temu fakt niskiej presji inflacyjnej.

Gdy ceny aktywów szybują do nieba, a następnie gwałtownie spadają, rozregulowanie rynków finansowych jest nieuniknione. Wtedy dobre kredyty łatwo zamieniają się w trudne, a wartość zabezpieczeń spada tak drastycznie, że banki zaczynają wypowiadać umowy kredytowe w obawie przed niewypłacalnością kredytobiorcy. Wstrzymują także odnawianie i udzielanie nowych kredytów.

Kryzys finansowy, poprzez zakłócenia w dostarczaniu pieniądza dla bieżącego funkcjonowania i rozwoju, natychmiast oddziałuje na gospodarkę realną, wywołując recesję czyli spadek aktywności gospodarczej. Przede wszystkim banki ograniczają kredytowanie, spada popyt na towary i usługi. Dostawcy wstrzymują dostawy żądając przedpłat gotówkowych, a ci którzy nie posiadają środków finansowych – tracą płynność i bankrutują.

Recesję określa się jako naturalną korektę po okresie wzrostu, natomiast depresję jako zapaść gospodarczą. Państwa walczą z recesją stosując takie instrumenty, jak stopa procentowa, której obniżenie prowadzi do zwiększenia dopływu kapitału i zmniejsza koszty jego pozyskania; czy też polityka fiskalna – obniżenie podatków, po to by pobudzić popyt konsumpcyjny i nie dopuścić do gwałtownego wzrostu bezrobocia.

Mechanizm powstania kryzysu na rynku kredytów hipotecznych i przeniesienia się jego skutków na inne obszary jest znany i wyczerpująco opisany. Można jednak usłyszeć także pogląd, że kryzys jest częściowo efektem zarządzania percepcją społeczeństwa, by uruchomić gigantyczną pomoc ze środków podatkowników. „To wysterowany proces odwrócenia niekorzystnego trendu dla makrofinansów Stanów Zjednoczonych”<sup>13</sup>. Rzecz w tym, że śro-

dowiska finansowe, partie polityczne i rząd, używając tego narzędzia powodują, że ludzie stają się z czasem tak oderwani od rzeczywistości, że wmówioną sobie wizję jakiegoś zjawiska uznają za normalną i godzą się na działania, które są sprzeczne z ich dobrze pojętym interesem. Z tak zniekształconymi wyobrażeniami o rzeczywistości ludzie mogą stać się plasteliną w rękach wytrawnych manipulatorów.

Według teorii spiskowych krążących w internecie, kryzys finansowy to skutek umyślnego działania określonych grup, które dążą do przejęcia kontroli nad światem i stworzenia „Nowego Porządku Świata”. Według znanego blogera Matta Taibbiego, pracującego dla *Rollingstone.com political writer'a*, każda bańka inwestycyjna począwszy od 1930 roku została szczegółowo zaplanowana przez bank Goldman Sachs. Autor nie tylko zarzuca tej instytucji liczne manipulacje, ale wskazuje na nią jako w pełni odpowiedzialną za ostatnie krachy rynkowe, w tym m.in. bańkę internetową. Podobne działania, zdaniem Taibbiego, spowodowały kryzys na rynku nieruchomości w USA. Tutaj także wystarczył prosty trick: pośrednicy kredytowi z każdym rokiem obniżali wymagania dotyczące zdolności kredytowej. Za gwałtownymi skokami notowań ropy naftowej także stało kilku znaczących graczy, którzy zamienili stabilny rynek w prawdziwe kasyno. Według Taibbiego, szykuje się kolejna afera. Tym razem związana z „globalnym ociepleniem”<sup>14</sup>.

### Akcja ratunkowa

Państwo uruchamia pakiety stymulacyjne i nacjonalizuje banki, czego skutkiem jest powiększenie się deficytu budżetowego – działania te wymagają bowiem finansowania z budżetu. Pakiety stymulacyjne, mające podtrzymać po-

<sup>13</sup> Por. Aldona Kamela-Sowińska. Materiały z Konferencji PTE, 29.03.2009.

<sup>14</sup> Por. *Za wszystkim stoi Goldman Sachs?*, Puls Biznesu, pb.pl, 06.07.2009.

pyt, są przy tym czynnikiem inflacyjnym – poprzez wprowadzenie na rynek dodatkowych pieniędzy. Przejmowanie upadających banków nie powinno być raczej domeną państwa, ale brak działania ze strony rządu może stwarzać poważne zagrożenie dla stabilności całego systemu finansowego, w tym wskutek ewentualnej paniki wśród deponentów. Nacjonalizacja może zaś umożliwić wyczyszczenie bilansów banków z toksycznych aktywów, np. w postaci kredytów subprime. Należy też pamiętać, że głównymi poszkodowanymi w przypadku upadających lub nacjonalizowanych banków są akcjonariusze. Po sanacji tych banków państwo zechce niewątpliwie wycofać się z nich, zasilać budżet wpływami ze sprzedaży akcji.

Dla zapobieżenia krachowi na rynku finansowym i utracie przezeń stabilności finansowej w wielu krajach podwyższono gwarancje dla depozytów, rządy udzielają długoterminowych pożyczek, uruchomiono operacje repo (skupowanie papierów wartościowych przed terminem przez bank centralny, który jest również ostatnią instancją pożyczkową). Dla utrzymania płynności w sektorze finansowym uruchomiono rządowe gwarancje dla pożyczek międzybankowych, są one bowiem niezbędnym elementem sprawnie działającego systemu bankowego. W systemie finansowym następują wymuszone przejęcia banków, objęcia nowych emisji, rządy zasilają kapitałowo instytucje finansowe, którym grozi upadłość. Niejednokrotnie zawiesza się obrót giełdowy, kiedy akcje idą mocno w dół (przy czym – co ciekawe – notowań nie zawiesza się, kiedy akcje osiągną wręcz monstrualną cenę) w celu chronienia kapitału inwestorów. Kryzys finansowy może oczywiście ograniczyć chęć inwestowania w papiery wartościowe. Zawsze jednak znajdują się uczestnicy gry rynkowej, którzy w oparciu o rzetelną informację będą nadal uczestniczyć w obrocie giełdowym.

Powszechna jest świadomość potrzeby działań na rzecz niedopuszczenia do deflacji, czyli

mechanizmu „błędnego koła” – spadających cen, niewypłacalności, zajmowania nieruchomości przez komorników i wzrastającego bezrobocia. Plany ratunkowe dla banków w USA polegają na:

- wyodrębnieniu strukturyzowanych produktów bankowych, dla których rynek obecnie nie istnieje, stworzenie dla nich banku, któremu sprzeda je za < 100% wartości i wyemitowanie papierów wartościowych na ich równowartość, gwarantowanych przez rząd;
- dokapitalizowanie systemu bankowego, by zachęcić banki do kredytowania gospodarki

Brak dostępu do kredytu ma bowiem bezpośrednie konsekwencje dla gospodarki realnej – wywołuje m.in. gwałtowne pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Wyczekiwanie na ożywienie na pewno nie przyniesie oczekiwanego efektu. Kluczowym problemem jest odblokowanie rynku kredytów i zadbanie o to, by nowe możliwości kredytowe nie wygenerowały nowego ryzyka. Jeżeli dekoniunktura jest duża, możliwości oddziaływania polityki pieniężnej na ożywienie koniunktury są słabe.

### **Pomoc publiczna czy upadłość?**

System finansowy, obok reanimowania niektórych banków, wymaga także wprowadzenia nowych regulacji, które umożliwią reakcje już w momencie kiedy bańka spekulacyjna rośnie, potrzebna jest też poprawa kompetencji zarządzających. Stiglitz uważa wręcz, że główna przyczyna kryzysu to deficyt rozumu po stronie bankierów. Kryzys ujawnił m.in. wady systemu Bazylea II w sprawie wymogów kapitałowych. Zmiana w dyrektywie sprowadzi się jednak zapewne tylko do konieczności wzmocnienia kapitałowego banków. Na pewno potrzebne są zmiany w systemach wynagradzania menedżerów – wynagrodzenie zarządzających powinno być powiązane z długoterminowym interesem akcjonariuszy.

Opinie na temat pomocy publicznej dla instytucji finansowych są podzielone. Jedni uważają, że spektakularne bankructwa gigantów uda się zatrzymać dzięki publicznym pieniądzom – w postaci programów dokapitalizowania i wspierania rynku finansowego. Inni wyznają pogląd, że wpompowanie dużych ilości pieniędzy w system finansowy tylko przedłuży kryzys, natomiast upadłość banku jest naturalnym mechanizmem regulacji na rynku.

Nie ulega wątpliwości, że w przypadku banków doszło do zniszczenia wartości spółki dla akcjonariuszy – w wyniku obsesji osiągnięcia krótkoterminowych zysków i nastawiania się na stały wzrost cen akcji. Wzrost cen akcji to wzrost wartości dla udziałowców, a co w przypadku straty? Dlaczego za odbudowanie wartości spółki mają płacić podatnicy? Trzeba też pamiętać, że skutkiem pakietów pomocowych finansowanych przez dług publiczny może być w nieodległym horyzoncie podniesienie oprocentowania obligacji. Rządy krajów słabiej rozwiniętych, które potrzebują znacznych kwot dla sfinansowania deficytów budżetowych i zagranicznych zobowiązań, będą musiały podnieść stopy zwrotu papierów rządowych i w efekcie również zapłacą za kryzys, którego przecież nie sprowokowały. Istnieją obawy, że ratując banki i inne podmioty gospodarcze rozpoczyna się reanacjonalizować te podmioty, a chroniąc rynki wewnętrzne zagraża się jednolitemu rynkowi UE.

Obecnie niektórzy nawołują do tworzenia nowych, ostrzejszych regulacji, tymczasem – jak wskazuje doświadczenie – nasilenie regulacji w sektorze finansowym zwykle pogłębia problemy, a zbyt ingerencja państwa w gospodarkę powoduje rozregulowanie rynku. Nie należy zapominać, że każdy zamek w końcu da się otworzyć bez klucza...

Czy w okresie dekonstrukcji warunki gry należy zaostrzać? Nadmierne zarobki i odpłaty dla menedżerów, które ponownie są w centrum krytyki po tarapatkach niektórych europejskich banków, mają być ograniczone. Według projektu, płace kadry zarządzającej mają odzwierciedlać „właściwie i w sposób wyczerpujący” wyniki finansowe przedsiębiorstw oraz „udział menedżera w sukcesie firmy”. Dotyczyć to ma również kontrowersyjnych odpraw. Szczególny sprzeciw budzą gigantyczne odszkodowania i premie, wypłacane prezesom banków czy innym korporacji nawet wtedy, gdy zostawiają swoją firmę w katastrofalnej kondycji.

Na pewno jednym ze skutków kryzysu w globalnej gospodarce będzie wzmocnienie zasad ładu korporacyjnego. Ograniczeniu musi ulec rola agencji ratingowych. Krytycznie ocenia się bowiem wkład tych agencji w wykreowanie boomu złożonych strukturyzowanych instrumentów dłużnych – dlatego powstanie regulator dla tych agencji. Rozważa się także wprowadzenie zakazu lewarowanych przejęć.

### **To nie jest kryzys wolnego rynku**

Kryzys jest tylko etapem w długim procesie zmian w światowej gospodarce. Historia finansów jest pełna gwałtownych wznoszeń i upadków, euforii i depresji, sukcesów i klęsk, paniki, szoków i upadłości, błędnej polityki monetarnej, lekkomyślnej polityki kredytowej, dyletanckich opinii analityków i złudzeń klientów-konsumentów. Kryzysy finansowe o różnej skali wielkości powstawały odkąd istnieją banki, rynki finansowe, giełdy. Kryzys jest jednocześnie etapem „uzdrawiania” mechanizmów finansowych, niestety kosztownym, gdyż powoduje spowolnienie gospodarcze, spadek PKB, ma też negatywne skutki społeczne.

Recesja jako skutek kryzysu powstaje wtedy, gdy rosnący wskaźnik inflacji zmusza bank centralny do zaciągnięcia hamulca w postaci podniesienia stopy procentowej i wprowadzenia ograniczeń kredytowych. Inflacja jest natomiast skutkiem nadmiernej, nieracjonalnej konsumpcji ze strony konsumentów, których na to nie stać. Przykładem zaciągnięcia kredytów przez osoby fizyczne i firmy nie posiadające wystarczającej zdolności kredytowej, a więc tych, którzy nie poradzą sobie z ich spłatą.

Obecny kryzys finansowy ma charakter globalny, a jego charakterystyczną cechą jest to, że zaczął się na rynku finansowania nieruchomości i polegał na oderwaniu aktywów finansowych od realnej gospodarki. Tak jak w każdym kryzysie, mamy do czynienia z nerwowością rynku i wyczuleniem na złe wiadomości. W czasie kryzysu nie ma strategii inwestycyjnych, które zapewnią dodatnie stopy zwrotu, przy czym stopa zwrotu z obligacji jest wtedy z reguły wyższa niż z akcji. Dywersyfikacja portfela jest jedyną względnie neutralną strategią – plus założenie, że trendy – z definicji – w końcu się odwracają.

Podczas kryzysu pojawiają się oczywiście osoby, które chcą mieć swoje pięć minut w mediach głosząc koniec kapitalizmu i gospodarki rynkowej. Wydaje im się, że im głośniej będą krytykować mechanizm wolnego rynku, tym bardziej będą słyszalni. Dla wolnego rynku nie ma jednak alternatywy: dalej będzie działał niezawodnie, racjonalnie, dążąc do równowagi – zgodnie z mechanizmem podaży i popytu, stymulującym wzrost. Odchylenia będą się zdarzać zawsze, ale to są zdarzenia przypadkowe – nie wynikające z niedoskonałości mechanizmów rynku, ale raczej z działania czynnika psychologicznego, w tym nadmiernego zaufania. Ryzyko rynkowe jest nieuniknione, warto jednak pamiętać, że odnosi się ono nie

tylko do indywidualnych uczestników rynku, którzy starają się nim racjonalnie zarządzać, ale oznacza także ryzyko pojawienia się nowych technologii, czy też klęsk żywiołowych.

Powstawaniu „baniek”, osiągających nieuzasadnione rozmiary, musi towarzyszyć na każdym etapie ich wzrostu „uzasadnienie” – nieracjonalne, ale optymistyczne, gdyż uczestnik rynku jest optymistą z natury i nie chce słuchać ostrzeżeń i przejmować się złymi wiadomościami. Należy podkreślić, że większość baniek sama gaśnie – pod wpływem mechanizmów rynkowych, ale kiedy wzrostowi banki towarzyszy nośne „uzasadnienie”, to tempo jej wzrostu przyspiesza i nawet racjonalnie myślący przyłączają się do tłumu – pod wpływem swoistej presji psychicznej.

### **Granice interwencji państwa**

Znamienne, że obecnie wielu uczestników rynku skłania się do poglądu, że rynki finansowe nie naprawiają się same. Dotyczy to zwłaszcza sytuacji, gdy indywidualni uczestnicy przerzucają swoje zobowiązania na osoby trzecie. Wtedy właśnie powstają warunki do tworzenia się baniek spekulacyjnych i regulatorzy oraz nadzorcy powinni interweniować. Jeżeli jednak uważa się, że liberalizacja rynków poszła za daleko, to nie można popadać w drugą skrajność i pamiętać, że regulacje powinny być ograniczone do minimum.

Kryzys nie może być powodem do poszerzenia ingerencji państwa w gospodarkę. Zmiany nie powinny więc polegać na rozbudowywaniu regulacji, interwencji i ingerowaniu państwa w mechanizmy rynkowe. Wielu komentatorów przekonuje, że kryzys jest konsekwencją polityki neoliberalnej. Tylko co to za neoliberalizm jeśli państwo daje gwarancje na prywatne długi, a wolumen kredytów rośnie na potęgę – bo banki nie ponoszą ryzyka, zaś war-

tość nieruchomości rośnie. Trzeba pamiętać, że działanie znacjonalizowanych instytucji finansowych w USA, gwarantujących kredyty mieszkaniowe dla każdego, były w istocie realizacją masowego programu socjalnego i ewidentnym przykładem jak kończy się ingerencja państwa w rynek kredytów hipotecznych. Trzeba więc raczej zaufać mechanizmom rynkowym, zaś co do instytucji, które są odpowiedzialne za kryzys – to co chyli się ku upadkowi powinno jak najszybciej upaść, gdyż zaraża inne podmioty gospodarcze.

Instytucje nadzorcze w Stanach Zjednoczonych przeprowadziły na bilansach największych banków badanie, które określa się jako testy stresu, i stwierdziły że obecnie amerykański system finansowy został oczyszczony i nie ma groźby załamania zaufania do systemu bankowego. Testy te są metodą kontroli ryzyka finansowego w warunkach skrajnych, ale nie projekcją przyszłych zdarzeń. Dają odpowiedź na pytanie czy w warunkach nagłych turbulencji na rynku kapitał własny pozwoli bankowi na przetrwanie. Podejrzewa się jednak, że wyniki testu mogły być nieco „podrasowane”.

W Europie, gdzie banki finansują większość potrzeb pożyczkowych osób fizycznych i podmiotów gospodarczych, takich testów nie przeprowadzono i dopóki nie będzie realnej groźby utraty zaufania do systemu bankowego, raczej się ich nie przeprowadzi. Banki bronią się przed takimi testami, w Polsce jednak je przeprowadzono – bez podawania tego faktu do publicznej wiadomości, gdyż nie ma u nas spadku zaufania do banków, a informacja na temat przeprowadzania testów mogłaby wywołać niepokój.

\* \* \*

Wydaje się, że kryzysy są organicznie związane z gospodarką rynkową i wraz z eliminacją wszystkich czynników kryzysotwórczych – zlikwidowano by także czynniki, które są podstawą sukcesów gospodarki rynkowej, takie choćby jak przesadny optymizm inwestorów. Niestety skutki kryzysu – jeżeli ich likwidacji podejmuje się rząd, bo brak ingerencji oznaczałby chaos – ponoszą podatnicy. Nawoływania typu: „My nie będziemy płacić za skutki waszego kryzysu” są tylko pustym sloganem, nie ma bowiem innego źródła pokrycia kosztów kryzysu niż podatki.

Obecnie większość problemów związanych z kryzysem nie została jeszcze, jak się wydaje, rozwiązana, ale nie można też twierdzić, że kryzys przybierze postać wielkiego krachu gospodarczego. Głoszona jest też teza o poprawie stanu gospodarki i wygaszaniu recesji w Stanach Zjednoczonych. Ostatnio odnosi się to też do gospodarek Niemiec i Francji. Być może jest tak rzeczywiście, ale można też twierdzić, że głoszenie takich tez, to raczej próba „zaklinalnia” rzeczywistości i stwarzania nadziei na lepszą przyszłość. Pesymiści zaś twierdzą, że to nie koniec – następny kryzys może wywołać sytuacja na rynku kart kredytowych. Zauważmy przy tym, że każdy kryzys gospodarczy ujawnia przy okazji afery i oszustwa oraz fałszowanie danych w sprawozdaniach finansowych.

*Autor artykułu jest biegłym rewidentem, publicystą, autorem książki "Kreatywna rachunkowość".*

[wladzimierz.wasowski@pkin.pl](mailto:wladzimierz.wasowski@pkin.pl)