

Kryzys zaufania na rynkach finansowych z perspektywy kraju goszczącego

Co jest grane?

Głębokość i skala obecnego kryzysu finansowego pokazały dobitnie, że globalizacja rynków finansowych stworzyła system ekonomiczny znacznie bardziej niebezpieczny niż wydawało się jego kreatorom, a także przeciwnikom. Globalne instytucje finansowe okazały się nie tylko zbyt duże by upaść, ale również zbyt duże by można było je uratować bez konsekwencji społecznych, grożących długotrwałą zapaścią współczesnej liberalnej gospodarki rynkowej. W okresie dobrej koniunktury gospodarczej imponujący rozwój transgranicznych grup kapitałowych stanowił dobry przykład internacjonalizacji korzyści płynących z ponadnarodowej działalności gospodarczej, w okresie kryzysu groźba nacjonalizacji strat powoduje, że globalizacja się cofa a protekcjonizm rozkwita.

Przemiany polityczne nie nadążają bowiem za procesami globalizacji gospodarczej. Władze polityczne, mają i zapewne będą długo jeszcze miały charakter narodowy. Fundamenty globalizacji mogą okazać się zbyt słabe wobec gniewnych obywateli i narodowych demokracji.

Obecny kryzys na międzynarodowych rynkach finansowych zaskoczył polityków, biznesmenów oraz zwykłych ludzi, którzy żyli w przekonaniu, że współczesny system finansowy jest bezpieczny.

Tragiczne jest to, że w wyniku kryzysu, podobnie jak w przypadku katastrofy statku nie wiemy kto się utopi, a kto się uratuje, kto i jakie konsekwencje poniesie? Najbardziej przerażające jest jednak, że nie rozumiemy do końca co się dzieje. Różne są diagnozy obecnego stanu rzeczy, a podejmowane przez polityków środki zaradcze coraz bardziej kojarzą się ze spóźnionym zwycięstwem socjalizmu.

Zaskoczyły wszystkich rozmiary kryzysu, który ze względu na zasięg i dotychczasowe koszty nosi znamiona globalnej katastrofy. To co wydaje się najbardziej niezrozumiałe, to fakt że kryzys ten ma miejsce w dobie wykorzystywania przez banki modeli zarządzania ryzykiem

opartych na technologiach informatyczno-telekomunikacyjnych, o których jeszcze kilkanaście lat temu można było jedynie marzyć. Co więcej banki, które do niedawna postrzegane były jako wzór dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem przeżywają obecnie poważne perturbacje finansowe i ogłaszają miliardowe straty. Warto przypomnieć, że niektóre z tych banków były inicjatorami regulacji ostrożnościowych, w tym Basel II. Modele zarządzania ryzykiem zawarte w Basel II są analogiczne do tych, które stosowały w ostatnich latach największe banki świata, ogłaszające obecnie gigantyczne straty. Bazylea II pomija jednak to co okazało się najważniejsze, a mianowicie ryzyko systemowe. Analizuje bowiem ryzyko niewypłacalności każdego banku z osobna. Tymczasem okazało się, że ryzyko systemowe kreują nie tylko duże banki zbierające depozyty ale również inne instytucje. Procesy sekurytyzacji spowodowały, że istotnymi dostawcami środków finansowych dla działalności kredytowej banków stały się fundusze inwestycyjne, emerytalne i drobni inwestorzy, a nie tylko deponenci. Kryzys zaufania na rynkach finansowych spowodował odcięcie źródeł finansowania działalności kredytowej od rynku kapitałowego, a także od rynku międzybankowego. Transakcje na rynku międzybankowym zostały zastąpione przez transakcje typu repo. Rynkowe ceny pieniądza zastąpione zostały przez ceny centralnie planowane. Banki centralne zamiast pełnić funkcje pożyczkodawcy ostatniej instancji (*bank of last resort*) przekształciły się w jedyne pożyczkodawcę (*bank of only resort*). Ryzyko systemowe objęło również instytucje nie podlegające regulacjom ostrożnościowym, w tym banki inwestycyjne. Generalnie okazało się, że otoczenie regulacyjne jest nieadekwatne do poziomu rozwoju rynku finansowego.

Przyczyny głębokiego kryzysu zaufania wymagają kompleksowych analiz. Warto jednak analizując otoczenie regulacyjne zwrócić uwagę na ewidentny konflikt interesów instytucji kontrolujących wiarygodność uczestników rynku. Mam tu na myśli w szczególności firmy ratingowe i audytorskie, które dostarczają informacji dla uczestników rynku a opłacane są przez kontrolowanych. W takiej sytuacji zachodzi podejrzenie, że można kupić dobry rating dla emitowanych papierów lub pozytywną ocenę sprawozdań finansowych.

Współczesne koncepcje zarządzania ryzykiem w spółkach akcyjnych stanowią zazwyczaj część znacznie obszerniejszego systemu – systemu zarządzania wartością dla akcjonariuszy. Jego istotą jest osiągnięcie maksymalnej adjustowanej ryzykiem stopy zwrotu z kapitału własnego (RAMP, RAROC, RARORAC itp.). W oparciu o to kryterium dokonuje się alokacji kapitału. Analizuje się o ile posiadany przez banki kapitał własny odbiega od oszacowanego

kapitału ekonomicznego, niezbędnego do pokrycia podejmowanego lub planowanego ryzyka. Za idealną uważa się sytuację, w której oszacowany kapitał ekonomiczny byłby tożsamy z kapitałem regulacyjnym, wymaganym przez zewnętrzne instytucje nadzorcze. Jeśli posiadany kapitał własny istotnie przewyższa wyliczony kapitał ekonomiczny, wówczas interpretuje się tę różnicę jako niewykorzystany kapitał akcjonariuszy. Inaczej mówiąc nadwyżka posiadanego kapitału ponad kapitał szacowany jako niezbędny do pokrycia potencjalnych strat stanowi „miarę nieumiejętności” wykorzystania kapitału przez zarząd banku. Generalnie wdrażanie tej koncepcji w bankach należy ocenić pozytywnie. Warto jednak zauważyć, że zarządzanie ryzykiem i szacowanie kapitału ekonomicznego jest z jednej strony pod presją maksymalizacji stopy zwrotu dla akcjonariuszy, których udział w kapitałach banków jest relatywnie niewielki, z drugiej zaś odbywa się w warunkach „pokusy nadużycia” wynikającej z coraz większej przewidywalności zachowania banków centralnych w sytuacji kryzysu płynności finansowej. Zaistniała sytuacja skłania do mniejszej przezorności i podejmowania działań na ryzyko podatnika. Stymuluje to uczestników rynku finansowego do niedoszacowania podejmowanego ryzyka. W ostatnim dziesięcioleciu koncepcja zarządzania wartością dla akcjonariuszy (*Value Based Management*) została wdrożona w większości banków na świecie. Presja na maksymalizację stopy zwrotu dla akcjonariuszy spowodowała, że poziom lewarowania działalności banków okazał się nadmierny jak na instytucje zaufania publicznego. Dla potrzeb wyliczenia adekwatności kapitałowej definicja kapitału własnego ulegała rozszerzeniu i obejmowała kapitał, który traktowany był jako własny jedynie w sytuacji upadłości. A banki stawały się zbyt duże aby upaść. W tej sytuacji jedynie część kapitału własnego amortyzowała sytuacje szokowe. Zwiększyło to w praktyce poziom lewarowania banków i ich ryzyko finansowe. Ponadto wykorzystywane agresywne systemy motywacji dla managementu banków, brokerów i sprzedawców skłaniały do podejmowania nadmiernego ryzyka. Generalnie upowszechnienie w ostatnich latach koncepcji *Value Based Management* w instytucjach zaufania publicznego nie sprzyjało stabilności systemu bankowego.

Pod presją maksymalizacji stopy zwrotu dla akcjonariuszy, banki mają słabą motywację aby liczyć się z konsekwencjami makroekonomicznymi. Zachowują się podobnie jak firmy zatruwające środowisko i nie płacące za to. Aby temu zapobiec zanieczyszczenie środowiska podlega regulacjom i jest opodatkowane. Lasse Pedersen i Nouriel Roubini proponują

regulacje ryzyka systemowego na zasadzie analogii do rynku emisji zanieczyszczeń¹. Każdy bank oceniany byłby pod kątem ryzyka systemowego, definiowanego jako stopień, w którym może on przyczynić się do ogólnego kryzysu. Instytucje nadzorcze oceniałyby ryzyko systemowe każdego banku osobno i określały niezbędny wymagany kapitał na pokrycie tego ryzyka. System bankowy jako całość musiałby posiadać wystarczający kapitał w stosunku do ryzyka w całym systemie. Byłby on alokowany między poszczególne banki analogicznie jak alokowany jest kapitał ekonomiczny w bankach pomiędzy różne rodzaje działalności. Każdy bank musiałby wykupić ubezpieczenie od ryzyka systemowego. Ewentualne wypłaty z tytułu tego ubezpieczenia byłyby przekazywane nadzorczy odpowiedzialnemu za stabilność rynku na którym bank prowadzi działalność. Ta interesująca propozycja stanowi odpowiedź nie tylko na zbyt wysokie lewarowanie banków, ale stwarza motywację do redukcji ryzyka systemowego przez uczestników rynku. Bank ograniczając ryzyko systemowe obniżałby bowiem koszty ubezpieczenia, a składka ubezpieczenia kształtowana byłaby przez rynek. Wdrożenie tej koncepcji w warunkach dekonjunktury wymagałoby zapewne dofinansowania części kosztów ubezpieczenia ze środków publicznych, ale rozwiązanie miałooby charakter rynkowy i mogłoby przywrócić zaufanie do dużych banków.

Jeśli zgodzimy się, że obecny kryzys finansowy to głównie kryzys zaufania do instytucji zaufania publicznego, to zasadne wydaje się pytanie czy zaufanie można kupić? Czy można przywrócić zaufanie do globalnych banków finansując wykup ich toksycznych aktywów? Odpowiedź brzmi można, ale jakim kosztem i na jak długo. Można oczywiście przy pomocy miliardów dolarów dokapitalizować kolejny bank, choćby zarządzany był w kompromitujący sposób i przywrócić wśród uczestników rynku zaufanie do jego wypłacalności na pewien, relatywnie krótki czas, dopóki nie okaże się że dokapitalizowanie nie jest wystarczające, a bank ponownie staje się niewypłacalny. Jest jednak zbyt duży by upaść.

Nie ulega wątpliwości, że odbudowanie zaufania na rynkach finansowych oraz odbudowywanie wartości banków w sytuacji kryzysowej wymaga kapitałowego wsparcia zewnętrznego. Jest to zazwyczaj warunek konieczny realizacji programu naprawczego. Dokapitalizowanie banku jest możliwe albo ze strony akcjonariuszy (obecnych i przyszłych) albo ze strony podatników. Zdarzają się jednak sytuacje, w których wkrótce po wypłacie dywidendy dla akcjonariuszy bank zwraca się o pomoc publiczną. Wynika to zazwyczaj z

¹ Pedersen L., Roubini N.: *Jak zapobiec całkowitej klęsce systemu finansowego*, „Financial Times 30.01.2009, [za:] http://ft.onet.pl/11,20666,jak_zapobiec_calkowitej_klesce_systemu_finansowego,artykul.html.

gwałtownej utraty wartości aktywów banku nieprzewidywanej w momencie decyzji o wypłacie dywidendy. Nie wnikając jednak w przyczyny takiego stanu rzeczy, pomoc ze środków publicznych ma miejsce wkrótce po wypłacie dywidendy dla właścicieli, a często dodatkowo łączy się to z wypłatą wysokich premii i wynagrodzeń dla managementu. Sytuacja taka pogłębia kryzys zaufania.

Opisane zjawiska stają się bardziej bulwersujące i skomplikowane gdy spojrzemy na nie ze strony kraju goszczącego, w którym banki – spółki zależne od ponadnarodowych holdingów wymagałyby pomocy publicznej. Jeśli wyobrazimy sobie sytuację, w której bank – spółka zależna wypłaca dywidendę, z której większość przekazywana jest spółce dominującej z innego kraju, a wkrótce później sam wymaga dokapitalizowania, to decyzja o uruchomieniu środków publicznych może okazać się z powodów politycznych niemożliwa do podjęcia. Jeśli dodatkowo wyobrazić sobie sytuację, że dywidenda wypłacana jest spółce dominującej, która w wyniku kryzysu została znacjonalizowana, oznaczałoby to transfer środków publicznych z budżetu kraju goszczącego do budżetu kraju dominującego.

Spółki zależne i dominujące

Dlaczego kryzys zaufania rozprzestrzenił się na rynki międzybankowe w krajach, w których dobry standing finansowy uczestników rynku międzybankowego nie jest kwestionowany, a sektor finansowy nie zdążył nabyć „toksycznych” aktywów. W Polsce ok. 65% aktywów sektora bankowego jest pod kontrolą właścicielską banków transgranicznych. Do niedawna wiarygodność finansowa tych renomowanych instytucji pozwalała im spółkom zależnym (bankom krajowym) na relatywnie tanie pozyskiwanie kapitału pożyczkowego na rynku krajowym i zagranicznym, a także finansowanie swojej aktywności w oparciu o pożyczki od spółek dominujących. Sytuacja uległa diametralnej zmianie w IV kw. 2008 roku. Dostępność środków po upadku Lehman Brothers gwałtownie się zmniejszyła. Powoduje to poważne trudności na rynku finansowym w krajach goszczących pomimo, iż powszechne było przekonanie, że posiadanie renomowanych inwestorów strategicznych w bankach krajów goszczących będzie sprzyjało stabilności sektora finansowego.

W Polsce wartość udzielonych kredytów przewyższa wartość depozytów o ok. 20%. W warunkach ograniczonego dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania banki oferują lokaty na rynku depozytowym oprocentowane na poziomie 7 - 9%, podczas gdy oficjalna cena

pieniądza na rynku międzybankowym wynosi ok. 4 – 5%. Problem w tym, że cena na ulomnym rynku międzybankowym nie jest reprezentatywna. Krańcowy koszt pozyskania pieniądza przez bank przekracza zatem od kilku miesięcy cenę wcześniej udzielonych kredytów korporacyjnych i hipotecznych, bowiem dla nich WIBOR stanowi cenę referencyjną. Trudno się w tych warunkach dziwić, że banki nie są skłonne odnawiać umów kredytowych. Paradoksalnie w tej sytuacji dalsze obniżanie stóp procentowych przez RPP wywołuje skutki odwrotne w stosunku do zamierzonych. Przywrócenie zaufania na rynku międzybankowym ma zasadnicze znaczenie dla racjonalizacji ryzyka kredytowego.

Utrata wiarygodności przez inwestorów strategicznych banków krajowych ma tu kluczowe znaczenie. Dlatego pomimo dobrego standingu banków krajowych powstaje dodatkowe ryzyko związane z zachowaniem się spółek dominujących w sytuacji kryzysowej. Między innymi dlatego polski nadzór finansowy wymaga od banków krajowych codziennych informacji dotyczących przepływów finansowych do banków-matek i w drugą stronę.

Trudno oczekiwać zaufania spółek zależnych do siebie na lokalnym rynku międzybankowym w sytuacji gdy spółki dominujące nie mają do siebie zaufania na rynku globalnym.

Problem leży w braku transparentności zarządzania płynnością i kapitałem wewnątrz transgranicznych grup finansowych. Przywracanie wiarygodności i zaufania na rynkach finansowych wymaga transparentnych relacji między spółkami dominującymi i spółkami zależnymi, w szczególności w okresie kryzysu. Często bowiem, działania wspomagające spółki zależne przez inwestorów strategicznych są przez rynek niezauważane, a wpływa to bez wątpienia na wzrost wiarygodności systemów finansowych w krajach goszczących, natomiast potencjalne zagrożenia mogą być wyolbrzymiane.

Co z dywidendą?

Ważnym elementem transparentności relacji między spółką dominującą i zależną jest polityka dywidendy.

Pobieranie w okresie kryzysu na rynkach finansowych wysokiej dywidendy od banków krajowych, które są spółkami zależnymi banków międzynarodowych ma charakter procykliczny z punktu widzenia krajów goszczących oraz antycykliczny z punktu widzenia

krajów macierzystych. W tej sytuacji uzasadnione jest oczekiwanie przez nadzorców krajów goszczących, że w okresie perturbacji na rynkach finansowych spółki dominujące nie będą wytwarzały presji na wypłatę dywidendy przez banki-spółki zależne, ponieważ stwarza to dodatkowe ryzyko dla stabilności narodowego rynku finansowego w kraju goszczącym. Z drugiej strony akcjonariusz większościowy, podobnie jak i akcjonariusze mniejszościowi mają prawo do poboru dywidendy i nadzór bankowy nie ma kompetencji zakazać wypłaty dywidendy, jeśli bank spełnia wymogi ostrożnościowe. Ponadto byłoby to kwestionowane przez nadzór praw własności, co bez wątpienia nie sprzyjałoby wzrostowi atrakcyjności inwestycyjnej krajów goszczących. Dywidenda jest prawem właścicieli do partycypacji w podziale zysku z tytułu nabycia akcji spółki i stanowi bardzo istotną przesłankę do inwestowania kapitału własnego. Od początków gospodarki rynkowej tj. od XVII wieku dywidenda stanowi trwały element tradycji i kultury zwrotu gotówki do właścicieli przez spółki kapitałowe i dlatego jakiegokolwiek kwestionowanie tego prawa byłoby błędem strategicznym. Warto jednak zwrócić uwagę, że w teorii finansów coraz powszechnie wyrażana jest opinia, że „dywidendy w większym stopniu zależą od przepływów pieniężnych, które wyrażają zdolność firmy do wypłaty dywidendy, niż od zysków netto, które są wynikiem określonych praktyk księgowych i które niekoniecznie odzwierciedlają rzeczywiste możliwości wypłaty”². Z licznych badań empirycznych wynika również, że korelacja wypłacanych dywidend jest znacznie większa z przepływami pieniężnymi niż z zyskiem. Argument ten może mieć znaczenie gdy popatrzymy na polski sektor bankowy w roku 2008, w którym wysokim zyskom towarzyszyły perturbacje z płynnością na rynku międzybankowym.

W kompetencji nadzorców krajów goszczących leży jednak możliwość narzucenia bardziej restrykcyjnych regulacji ostrożnościowych w zakresie zarządzania płynnością lub wymogów adekwatności kapitałowej dla sektora bankowego. Wprowadzenie bardziej restrykcyjnych regulacji ostrożnościowych w okresie kryzysu na rynkach finansowych byłoby jednak działaniem procyklicznym. Należało to czynić w okresie koniunktury. Podstawową funkcją nadzoru bankowego są bowiem działania profilaktyczne a nie zarządzanie kryzysowe. W obecnej sytuacji nadzór kraju goszczącego powinien rekomendować w perspektywie kilku najbliższych lat znaczące podwyższenie adekwatności kapitałowej banków i określić termin w którym podwyższony poziom należy osiągnąć, np. minimum 11% do końca 2009 roku,

² Brigham E.F., Houston J.F.; *Podstawy zarządzania finansami*, PWE Warszawa 2005, s. 211.

12% do końca 2010 roku, a docelowo minimum 15% do końca 2015 roku. Skłoniłoby to prawdopodobnie inwestorów strategicznych do zmiany polityki dywidendy.

Nazbyt restrykcyjne działania narodowych nadzorców na jednolitym rynku finansowym UE powodowałyby w okresie dobrej koniunktury spadek atrakcyjności inwestycyjnej sektora bankowego w krajach o bardziej restrykcyjnych regulacjach. Wydaje się jednak, że reakcja może być inna w okresie kryzysu zaufania, w czasie którego rola wiarygodności i bezpieczeństwa jest wyższa niż stopy zwrotu.

Kryzys zaufania na rynku finansowym widziany z perspektywy kraju goszczącego ma nieco inny wymiar niż z perspektywy krajów macierzystych, inne problemy budzą niepokój nadzorców i regulatorów. Narodowy charakter sieci bezpieczeństwa finansowego okazał się nieadekwatny do sprostania wyzwaniom globalnego rynku finansowego, a nierozwiązane w okresie dobrej koniunktury problemy pogłębiają obecny kryzys zaufania.

W Polsce w wyniku radykalnego ograniczenia działalności kredytowej banków, zwiększonych restrykcji kredytowych, podniesienia marż, nieodnawiania zawartych umów narasta społeczny bunt przeciw zagranicznym bankom. W mediach pojawiają się opinie, że płynność odpływa z polskiego sektora bankowego do krajów macierzystych, mimo że KNF zapewnia, że nic nie wskazuje na to żeby banki macierzyste szukały finansowego wsparcia swoich polskich spółek. Generalnie, atmosfera kryzysowa nie sprzyja procesowi integracji ani budowie nowej architektury sieci bezpieczeństwa finansowego. W krajach macierzystych narasta presja na banki by wycofały się z międzynarodowych interesów i koncentrowały się na finansowaniu rodzimych przedsiębiorstw. Wiele z nich bowiem zostało uratowanych dzięki pieniądzom podatników. W krajach goszczących narastają podejrzenia wobec inwestorów strategicznych, którzy stracili reputację i generują ryzyko zarażenia kryzysem.

Jak dotychczas zachowanie spółek dominujących z krajów macierzystych wobec spółek zależnych w krajach goszczących nie daje podstaw do negatywnych ocen. Obawy wynikają raczej z pogarszającej się sytuacji finansowej spółek dominujących i utraty ich wiarygodności. Brak systemowych rozwiązań, które pozwalałyby na zintegrowane zarządzanie kryzysem na europejskim i globalnym rynku finansowym pogłębia trudności. Budowanie nowej architektury sieci bezpieczeństwa finansowego w warunkach kryzysu

zaufania jest bardzo trudne tym bardziej, że w czasach dobrych nie zdążyliśmy wypracować odpowiedzi na pytanie kto zapłaci za transgraniczny kryzys bankowy.

BIBLIOGRAFIA

1. Brigham E.F., Houston J.F.; *Podstawy zarządzania finansami*, PWE Warszawa 2005.
2. Pedersen L., Roubini N.: *Jak zapobiec całkowitej klęsce systemu finansowego*, „Financial Times 30.01.2009, [za:] http://ft.onet.pl/11,20666,jak_zapobiec_calkowitej_klesce_systemu_finansowego,artykul.html.

Streszczenie

Kryzys zaufania na rynku finansowym widziany z perspektywy kraju goszczącego ma nieco inny wymiar niż z perspektywy krajów macierzystych, inne problemy budzą niepokój nadzorców i regulatorów. Narodowy charakter sieci bezpieczeństwa finansowego okazał się nieadekwatny do sprostania wyzwaniom globalnego rynku finansowego, a nierozwiązane w okresie dobrej koniunktury problemy pogłębiają obecny kryzys zaufania.

Leszek Pawłowicz, dr hab. nauk ekonomicznych, profesor Uniwersytetu Gdańskiego. Kierownik Katedry Bankowości Uniwersytetu Gdańskiego, Wiceprezes Zarządu Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową, Dyrektor Gdańskiej Akademii Bankowej. Od lutego 2008 Prezes Rady Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA. Ponadto członek rad nadzorczych: Banku Pekao SA, Best SA i PTE Allianz Polska SA. Autor licznych publikacji z zakresu bankowości i rynków finansowych.