Andrzej Sławiński
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

PARADYGMAT FINANSÓW A NADZÓR BANKOWY[1]

1. Wpływ dotychczasowego paradygmatu finansów na nadzór bankowy

Dotychczasowy kształt nadzoru bankowego odzwierciedlał doktrynę uznającą, że założenia hipotezy informacyjnej efektywności rynków finansowych odzwierciedlają rzeczywistość. Przypomnijmy zatem krótko, nieco upraszczając, że w świecie wynikającym z założeń tej hipotezy nie występuje niepewność (zmienność niemierzalna), lecz tylko ryzyko (zmienność mierzalna). To umożliwia przyjęcie założenia, że oczekiwania uczestników życia gospodarczego mają charakter długookresowy, bo skoro mogą oszacować rozkłady dowolnych zmiennych, to są w stanie formułować długoterminowe prognozy. Przypomnijmy również, że hipoteza informacyjnej efektywności rynków finansowych oparta jest na założeniu, iż uczestnicy życia gospodarczego formułują swoje oczekiwania niezależnie od siebie i nie popełniają w tym względzie systematycznych błędów. To pozwala przyjąć, że wypadkowa tych oczekiwań dobrze odzwierciedla najbardziej prawdopodobny bieg przyszłych zdarzeń w gospodarce i na rynkach finansowych.

Konstatacja powyższa, wynikająca z założeń hipotezy informacyjnej efektywności rynków finansowych, leży u podstaw dotychczasowej „filozofii" nadzoru bankowego. Jeśli bowiem przyjmiemy, że ceny aktywów finansowych i zawarte w nich premie za ryzyko prawidłowo odzwierciedlają najbardziej prawdopodobny bieg przyszłych zdarzeń w gospodarce i na rynkach finansowych, to możemy przyjąć, że wystarczającym warunkiem stabilności systemu bankowego jest zobowiązanie banków, by utrzymywały kapitał nieco wyższy niż potrzebny na pokrycie ich potencjalnych strat, które są szacowane na podstawie zmienności cen rynkowych. To z kolei prowadziło do wniosku, że główną funkcją instytucji nadzorczych jest w gruncie rzeczy tylko dbanie o prawidłowość stosowanych przez banki procedur wyliczenia potencjalnych strat oraz identyfikowanie banków, które robią to

[1] Dziękuję Annie Chmielewskiej za uwagi wniesione do treści niniejszego opracowania.

nieprawidłowo, w związku z czym pojawia się w ich przypadku ryzyko upadłości mogące przerodzić się w ryzyko systemowe, jeśli rzecz dotyczy dużego banku.

Rolę przypisywaną nadzorowi zmniejszało także leżące u podłoża hipotezy informacyjnej efektywności rynków finansowych założenie, że nie tylko inwestorzy, ale w ogóle wszyscy uczestnicy życia gospodarczego mają pełną informację o całokształcie biegu zdarzeń w gospodarce i dobrze rozumieją mechanizm jej funkcjonowania. Przyjęcie takiego założenia prowadziło do wniosku, że skuteczny nadzór nad systemem finansowym sprawują nie tylko instytucje nadzorcze, lecz właśnie wszyscy uczestnicy życia gospodarczego. W literaturze określa się to jako 'dyscyplinę rynkową', pod którym to określeniem kryje się założenie, że gospodarstwa domowe wiedzą, które banki są źle zarządzane i unikają trzymania w nich pieniędzy, a inwestorzy wiedzą, które z instrumentów finansowych są wadliwie skonstruowane i ich nie kupują (Easterbrook i Fischel 1991). Jakkolwiek zabawnie by to nie brzmiało, zwłaszcza w świetle doświadczeń niedawnego kryzysu, oficjalna wiara w dyscyplinę rynkową nadal przypisuje jej rolę jednego z trzech głównych „filarów" umów bazylejskich. I nadal twierdzi się często z całą powagą, że gdyby gospodarstwa domowe były lepiej ekonomicznie wyedukowane, to dyscyplina rynkowa okazałaby się bardziej skuteczna. Pomijając już heroiczność założenia, że gospodarstwa domowe rzeczywiście analizowałyby sytuację poszczególnych banków, zapomina się nazbyt łatwo o tym, że wprowadzenie systemu gwarancji depozytów uwolniło je w dużej mierze od potrzeby dokonywania takich analiz.

Czynnikiem, który miał ułatwiać gospodarstwom domowym i inwestorom sprawowanie skutecznego nadzoru nad bankami i całym systemem finansowym miała być działalność instytucji ratingowych. Te jednak zawiodły i trudno jest dzisiaj powiedzieć, czy i kiedy powrócą do roli, którą – dzięki postanowieniom Bazylei 2 – zaczęły pełnić w okresie bezpośrednio poprzedzającym ostatni kryzys finansowy. Działalność agencji ratingowych jest dzisiaj słusznie krytykowana, ale warto zwrócić uwagę, że popełnione przez nie błędy świadczą także o tym, jak trudno jest określić ryzyko podejmowane przez banki używając jednoznacznych i prostych miar ilościowych (Dziawgo 2010).

Konsekwencją dotychczasowego paradygmatu były również nadmiernie liberalne normy zarządzania płynnością w bankach, które sprawiły, że w tak wielu krajach banki szybko zwiększały liczbę udzielanych kredytów hipotecznych, a źródłem ich finansowania były w rosnącym stopniu krótkoterminowe pożyczki zaciągane na międzybankowym rynku pieniężnym; w tym często na globalnym rynku swapów walutowych. Dzisiaj nie trzeba nikogo przekonywać, że to właśnie stało się jedną z głównych przyczyn wyjątkowej gwałtowności globalnego kryzysu bankowego. Również i w tym przypadku dotychczasowy paradygmat finansów był częściowo „winny", skoro w każdej z kluczowych koncepcji teorii finansów występuje założenie doskonałej płynności rynków finansowych. Głównych jednak przyczyn braku dostatecznego nadzoru nad rosnącym szybko i w sposób niekontrolowany niedo-

pasowaniem terminów zapadalności aktywów i pasywów banków należy szukać raczej w obszarze ekonomii politycznej. Wszyscy teraz zgodnie podkreślają, że amerykańskie władze pozwalały na rozwój rynku kredytów *subprime*, by podtrzymywać koniunkturę na rynku budowlanym mimo ryzyka, jakie się z tym wiązało. Trudno jednak oprzeć się wrażeniu, że jeśli w tak wielu krajach pozwolono bankom na to, by źródłem finansowania kredytów hipotecznych udzielanych na dziesiątki lat były krótkoterminowe pożyczki zaciągane na międzybankowym rynku pieniężnym, to ekonomia polityczna takiego stanu rzeczy była w istocie bardzo podobna i także brała się z chęci przedłużenia okresu dobrej koniunktury.

W sumie dotychczasowy paradygmat finansów prowadził do wniosku, że dla zapewnienia stabilności finansowej wystarczy, by banki stosowały się do wymogów adekwatności kapitałowej, do czego miała je skłaniać dyscyplina rynkowa, a więc „nadzór" nad bankami sprawowany wespół przez gospodarstwa domowe, inwestorów i instytucje ratingowe. Rola instytucji nadzorczych miała ograniczać się w dużej mierze do nadzorowania prawidłowości procedur zarządzania ryzykiem w bankach, by można było dostrzec na czas, w którym z ważnych systemowo banków dzieje się coś złego, co mogłoby zagrozić całemu systemowi finansowemu. Konsekwencją oparcia „filozofii" dotychczasowego systemu nadzoru bankowego na doktrynie zakładającej, że założenia hipotezy efektywności informacyjnej rynków finansowych dobrze odzwierciedlają rzeczywistość, była teza o możliwości i zarazem potrzebie deregulacji świata finansów, co miało zwiększać dobrobyt społeczny, ponieważ rozwój systemu finansowego sprzyja wzrostowi gospodarczemu (Levine 1997, s. 688-726). Dzisiaj wiemy, formułując to najbardziej oględnie, że nie każdy rodzaj rozwoju systemu finansowego sprzyja wzrostowi gospodarczemu.

2. Pożądane kierunki zmian w nadzorze bankowym

Zwłaszcza doświadczenia ostatniego kryzysu i okresu, który go poprzedzał, zilustrowały, jak bardzo świat założeń hipotezy informacyjnej efektywności rynków finansowych różni się od świata rzeczywistego. W realnym bowiem świecie obok ryzyka (zmienności mierzalnej), występuje także niepewność (zmienność niemierzalna). Ta zaś sprawia, że oczekiwania gospodarstw domowych i inwestorów zmieniają się w dużej mierze pod wpływem zmian sytuacji bieżącej (Rappaport 2005, s. 65-77), a wynikającą stąd procykliczność oczekiwań potęguje zmieniający się wraz ze stanem koniunktury optymizm lub pesymizm ogólnych zapatrywań na przyszłą sytuację gospodarczą.

Konstatacja, że oczekiwania uczestników życia gospodarczego zmieniają się procyklicznie, ma istotne implikacje dla dyskusji nad pożądanym kierunkiem zmian konstrukcji systemu nadzoru bankowego. Jeśli bowiem uznamy, że ceny na rynkach finansowych i zawarte w nich premie za ryzyko odzwierciedlają oczekiwa-

nia, które zmieniają się procyklicznie, to musimy uznać, że dotychczasowy system wyliczania współczynników adekwatności kapitałowej powinien być zmieniony. Potrzebę takiej zmiany zilustrowały doświadczenia ostatniej dekady, gdy wymogi kapitałowe działały procyklicznie, ponieważ postępujący wraz z poprawą koniunktury spadek zmienności cen aktywów finansowych powodował relatywne zmniejszenie się szacowanej na jej podstawie wielkości potencjalnych strat banków, co pozwalało im na to, by określona wielkość kapitału stanowiła wystarczające pokrycie dla rosnącej liczby udzielanych kredytów.

Jeśli uznamy, że dotychczasowy system wymogów kapitałowych zwiększał typową dla banków procykliczność ich akcji kredytowej (Minsky 1986), to prowadzi to nas do wniosku, że musi się zmienić ogólna „filozofia" nadzoru bankowego. Zadaniem nadzoru nie powinno być tylko identyfikowanie pojedynczych banków, których wypłacalność może być zagrożona, lecz przede wszystkim zapobieganie boomom kredytowym, ponieważ w czasie boomu kredytowego sytuacja wszystkich banków wydaje się z reguły dobra, a dopiero jego załamanie przynosi radykalne pogorszenie się sytuacji w całym sektorze bankowym. Powstaje jednak pytanie: Jak powinna być zmieniona konstrukcja wymogów kapitałowych? Przykład Hiszpanii świadczy o tym, że dla stworzenia działającego antycyklicznie systemu wymogów kapitałowych, który chroniłby gospodarkę przed niestabilnymi boomami kredytowymi, nie wystarczy samo tylko powiązanie sposobu wyliczania wymogów kapitałowych z długoterminowymi wynikami banków. System tego rodzaju pozwolił ochronić stabilność hiszpańskich banków, ale nie ochronił hiszpańskiej gospodarki przed niestabilnym boomem kredytowym i poważnymi skutkami jego załamania (Fernandez de Lis i Herrero 2008, s. 14-19). By instytucje nadzorcze mogły skutecznie chronić gospodarkę przed niestabilnymi boomami kredytowymi, jest konieczne między innymi to, by wielkość współczynników kapitałowych banków zależała nie tylko od sytuacji w poszczególnych bankach, ale także od dynamiki wzrostu akcji kredytowej w całym systemie bankowym. Avinash Persaud proponuje, by działający w określonym kraju Komitet Stabilności Finansowej – w którego skład wchodzą przedstawiciele banku centralnego, rządu i nadzoru finansowego (jak ma to miejsce między innymi w Polsce) – ustalał, w jakim przedziale mieści się pożądane dla danej gospodarki tempo wzrostu akcji kredytowej, biorąc pod uwagę fazę cyklu koniunkturalnego, w której znajduje się obecnie gospodarka danego kraju. Wielkość współczynników kapitałowych byłaby ustalana w zależności od tego, na ile rzeczywiste tempo wzrostu akcji kredytowej odchylałoby się od tempa uznanego za właściwe przez Komitet Stabilności Finansowej (Persaud 2009). Ktoś, kto chciałby ocenić tę propozycję jako nawoływanie do „administracyjnej ingerencji" w akcję kredytową banków, powinien wziąć pod uwagę, że stopy procentowe są zmieniane w analogiczny sposób: w zależności od zmian ogólnej sytuacji w gospodarce. Zwłaszcza niedawny kryzys pokazał, że polityka nadzorcza musi zostać włączona – obok polityki pieniężnej i fiskalnej

– do instrumentarium polityki stabilizacyjnej. Dlatego zresztą propozycje podobne jak Avinasha Persauda są coraz częściej formułowane (Smagi 2010). Warto także dostrzec, że logika podejścia proponowanego przez Avinasha Persauda jest analogiczna jak w przypadku zabezpieczania się przed ryzykiem związanym z wystawianiem opcji (*delta hedge*). Wielkość zabezpieczenia jest dostosowywana do zmieniającej się wielkości ryzyka; w tym przypadku ryzyka pojawienia się niestabilnego boomu kredytowego.

Włączenie polityki nadzorczej do instrumentarium polityki stabilizacyjnej będzie procesem wymagającym dużej dozy współpracy międzynarodowej, by warunki działania banków w różnych krajach były podobne. Wprawdzie dodatkowe wymogi kapitałowe, wprowadzone przez Bank Hiszpanii, uratowały hiszpańskie banki przed tak dużymi problemami, jakie były udziałem banków w innych krajach, to jednak w momencie wprowadzania zmienionych wymogów kapitałowych władze nadzorcze były silnie krytykowane, ponieważ hiszpańskie banki bały się, że ulegnie pogorszeniu ich pozycja konkurencyjna (Estrada, Jimeno i Malo de Molina 2009).

Niedawny kryzys unaocznił wspomnianą wcześniej lukę w nadzorze bankowym, która pozwalała bankom w wielu krajach finansować udzielanie kilkudziesięcioletnich kredytów hipotecznych pożyczkami krótkoterminowymi zaciąganymi na rynkach międzybankowych, w tym często na globalnym rynku międzybankowym. Wprawdzie niedostosowanie terminów zapadalności aktywów i pasywów wynika z samej natury bankowości komercyjnej, niemniej gremialne w ostatnich dwóch dekadach wchodzenie banków komercyjnych na rynek hipoteczny zwiększyło to niedopasowanie na skalę, która znacznie zwiększyła ryzyko systemowe w systemie bankowym. Konieczność uniknięcia powtórzenia się aż tak gwałtowanego kryzysu płynności, jak ten, który wystąpił w trakcie ostatniego kryzysu, czyni racjonalnym postulat, by wielkość stosowanych wobec banków wymogów kapitałowych zależała także od skali niedopasowania terminów zapadalności ich aktywów i pasywów (Brunnermeier i in. 2009, s. 41-43).

Propozycja wzmocnienia wymogów nadzorczych nieuchronnie rodzi wątpliwość, czy aby banki nie będą ich w stanie omijać, jak działo się to w przeszłości. Doświadczenia niedawnego kryzysu pokazały, że banki – wykorzystując sekurytyzację i CDS-y – potrafiły skutecznie obejść bariery, jakie na wielkość ich akcji kredytowej nakładają wymogi kapitałowe. Dlatego jednak tak liczne są dzisiaj głosy, że oprócz zmienionych wymogów kapitałowych należy stosować wobec banków także inne instrumenty pomagające zmniejszać procykliczność ich akcji kredytowej; takie jak między innymi limity wykorzystywanych przez banki dźwigni. Wprawdzie wielkość dźwigni jest uproszczoną miarą ryzyka, ale bankom trudniej byłoby taką barierę ominąć. Z kolei powszechność zjawiska erozji stosowanych przez banki kryteriów udzielania kredytów – jaka następuje w miarę poprawy koniunktury – rodzi propozycje bardziej zdecydowanego niż dotąd ustalania przez

nadzór górnych limitów dla takich wskaźników, jak między innymi LTV (*loan-to-value*), LTI (*loan-to-income*) oraz DTI (*debt-to-income*) (Financial Services 2009, s. 37-38). Nie ulega bowiem wątpliwości, że ochrona gospodarki przed niestabilnym boomem kredytowym wymaga między innymi, by akcja kredytowa banków rosła proporcjonalnie do tempa ogólnego wzrostu dochodów. Wprawdzie banki będą starały się omijać wszelkie ograniczenia ilościowe, wykorzystując specjalnie w tym celu skonstruowane instrumenty i arbitraż regulacyjny, niemniej w tych krajach, w których stosowano konsekwentnie pułapy LTV, nie wystąpiły boomy na rynkach budowlanych, co świadczy, że powszechne przeświadczenie o zdolności banków do omijania wszelkich barier jest uzasadnione, ale jednak przesadne. Jedną z dróg rozwiązania problemu omijania przez banki norm ostrożnościowych – przy wykorzystywaniu (szeroko rozumianej) „inżynierii finansowej" – byłoby uczestnictwo przedstawicieli nadzoru finansowego w radach nadzorczych banków. Chroniłoby to zarządy banków przed pokusą podejmowania decyzji, które doraźnie zwiększałyby ich zyski, ale powodowały trwałą utratę dużej części zaufania społecznego, którym banki cieszyły się przed kryzysem (Dziawgo 2009, s. 125-133).

Dyscyplina rynkowa, która miała być jednym z filarów systemu nadzoru finansowego, zawiodła. I stało się tak nie tylko dlatego, że w świecie rzeczywistym – wbrew założeniom hipotezy informacyjnej efektywności rynku – uczestnicy rynku nie mają pełnej, lecz tylko częściową informację o sytuacji w gospodarce (Hayek 1937, s. 33-54). Dyscyplinę rynkową znacznie osłabiła nadmierna deregulacja systemu finansowego, która powiększyła zjawiska asymetrii informacji (Stiglitz i Weiss 1981, s. 393-410), czego przykładem były skutki nadmiernej deregulacji rynków międzybankowych. Brak efektywnego nadzoru nad rynkami międzybankowymi i tworzonymi przez banki instytucjami parabankowymi był główną przyczyną paniki na rynkach finansowych latem 2007 r., gdy zdano sobie sprawę, że wiele banków poniosło straty na rynkach międzybankowych, a wiadomo było, że – na skutek braku nadzoru nad tymi rynkami – nie będzie *ex ante* wiadomo, kto i jakie straty poniósł. Pogłębienie się zjawisk asymetrii informacji – na skutek nadmiernej deregulacji – było z pewnością jedną z przyczyn gwałtowności niedawnego kryzysu bankowego. I było smutnym paradoksem, jak pisał o tym od lat Henry Kaufman, że banki centralne, same dbając o przejrzystość swej polityki pieniężnej, godziły się na taki rodzaj deregulacji systemu finansowego, który uczynił go skrajnie nieprzejrzystym i mało podatnym na wszelkie formy oddziaływania dyscypliny rynkowej (Kaufman 2008). Okazało się, że nawet doświadczeni inwestorzy nie byli w stanie ocenić ani ryzyka związanego z zakupem nowych instrumentów finansowych, ani ryzyka, jakie podejmowały emitujące te instrumenty instytucje finansowe. Rosnąca nieprzejrzystość systemu finansowego sprawiała, że dyscyplina rynkowa nie tylko zawiodła, lecz zaczęła działać w przeciwną niż pożądana stronę. Skoro wyniki finansowe banków były tym lepsze, im większe podejmowały ryzyko – stosując coraz większe dźwignie i wykorzystując w coraz

większym stopniu globalne międzybankowe rynki pieniężne jako źródło finansowania akcji kredytowej – to instytucje wcześniej rozważnie zarządzane czuły się zmuszone pójść w ślady tych, które podejmowały duże ryzyko (Honohan 2009).

Przypomniane powyżej zależności prowadzą do pytania o to, jak wyeliminować lub chociaż zmniejszyć asymetrię informacji na rynkach finansowych. Skoro przyczyną asymetrii informacji, która tak znacząco przyczyniła się do wybuchu i gwałtownego przebiegu niedawnego globalnego kryzysu bankowego, była nadmierna deregulacja systemu finansowego, to odpowiedź na to – retoryczne w swej istocie – pytanie jest oczywista. Konieczne jest wzmocnienie nadzoru finansowego, by dyscyplina rynkowa przestała działać w kierunku przeciwnym niż pożądany.

3. Post scriptum

W trakcie pisania tego tekstu natarczywie wracała do mnie kwestia, co należy teraz badać? Na takie pytanie nie było trudno odpowiedzieć. Zawsze bowiem warto analizować przyczyny nieszczęść, które dotknęły innych, by móc samemu ich uniknąć. A chcąc uniknąć tego, co stało się ostatnio udziałem Anglii, Irlandii, Hiszpanii i krajów bałtyckich, a w niedawnej przeszłości tak wielu innych krajów, warto analizować ryzyko pojawiania się boomu kredytowego w Polsce i zastanawiać się, jak je zneutralizować.

Bibliografia

Brunnermeier, M., Crockett, A., Goodhart, Ch., Persaud, A.D., Shin, H. (2009), *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy, no. 11.

Dziawgo, L. (2009), *Status instytucji zaufania publicznego we współczesnej bankowości: pomiędzy Partnership Banking a Killer Banking?*, w: *Finanse 2009 – Teoria i praktyka bankowości*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.

Dziawgo, D. (2010), *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, PWE, Warszawa.

Easterbrook, F.H., Fischel, D.R. (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press.

Estrada, E., Jimeno, J.F., Malo de Molina, J.L. (2009), *The Spanish Economy in EMU: The First Ten Years*, Documentos Ocasionales, no. 0901, Banco de Espana.

Fernandez de Lis, S., Herrero, A.G. (2008), *The Housing Boom and Bust in Spain: Impact of the Securitization Model and Dynamic Provisioning*, *Housing Finance International*, September.

Financial Services Authority (2009), Mortgage Market Review, Discussion Paper, FSA, 3.
Hayek, F. (1937), *Economics of knowledge*, Economica IV.
Honohan, P. (2009), *Resolving Ireland's Banking Crisis*, Paper prepared for the UCD-Dublin Economic Workshop Conference: Responding to the Crisis, Dublin, 12 January.
Kaufman, H. (2008), *The Financial Crisis: Causes and Remedies*, Keynote address delivered before The Global Interdependence Center and Drexel University's LeBow College of Business 26th Annual Monetary and Trade Conference, Philadelphia, April 18.
Levine, R. (1997), *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, Journal of Economic Literature, 35(2).
Minsky, H.P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven and London: Yale University Press.
Persaud, A.D. (2009), Macro-Prudential Regulation, ECMI (European Capital Markets Institute) Commentary, no. 25/4, August.
Rappaport, A. (2005), *The Economics of Short-Term Performance Obsession*, The Financial Analysts Journal, vol. 47, May/June.
Smagi, L.B. (2010), Macro-prudential regulation and supervision: A European perspective, prezentacja na konferencji The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy, IMF, Washington, 23 kwietnia.
Stiglitz, J., Weiss, A. (1981), *Credit Rationing In Markets with Imperfect Information*, American Economic Review, 71, June.