

Kryzys lat 2007–2009 i luka informacyjna w sektorze finansowym

Włodzimierz Siwiński¹

Nadesłany: 12.10.12 | Zaakceptowany do druku: 20.03.13

Abstrakt

Cel: Celem artykułu jest identyfikacja głównych luk w statystycznym obrazie sektora finansowego, które powstały w ostatnich latach, oraz analiza przyczyn i skutków tego zjawiska w kontekście kryzysu finansowego lat 2007–2009.

Metodologia: Wykorzystano metodę opisowo-dedukcyjną. Opiszono zmiany instytucjonalne na rynkach finansowych oraz zmiany instrumentów finansowych i wykazano, jaki miało to wpływ na zmniejszenie transparentności funkcjonowania sektora finansowego.

Wyniki: Wykazano, że jedną głównych przyczyn załamania płynności finansowej i powstania kryzysu finansowego były poważne luki w obrazie statystycznym sektora finansowego. Luki te były następstwem zmian instytucjonalnych i pojawienia się nowych instrumentów finansowych. Wszystkie zmiany zainicjowano i przeprowadzono wewnątrz sektora finansowego i było to działanie świadome instytucji finansowych, ułatwiające podejmowanie działań nadmiernie ryzykownych, które ogromnie zwiększały zyski tych instytucji, szczególnie w krótkim okresie, choć okazały się destrukcyjne dla całego systemu finansowego i gospodarki w dłuższej perspektywie czasowej.

Ograniczenia badania: Artykuł ogranicza się tylko do analizy przyczyn i konsekwencji powstania luk w statystycznym obrazie funkcjonowania sektora finansowego.

Oryginalność: Wkładem analizy jest wykazanie, jakie zmiany instytucjonalne i zmiany instrumentów finansowych przyczyniły się do powstania konkretnych luk informacyjnych.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy; płynność finansowa; ryzyko systemowe; luki w statystycznym obrazie sektora finansowego

The Crisis of 2007–2009 and Information Gaps in the Financial Sector

Primary submission: 12.10.12 | Final acceptance: 20.03.13

Abstract

Purpose: The paper aims at identifying the major information gaps related to the financial sector that have emerged during the last years, including the explanation of the reasons and consequences of these gaps.

Methodology: The analysis is conducted using the descriptive methodology based on real developments in the financial sector. This analysis identifies substantial institutional changes within the financial sector combined with the introduction of new financial instruments that significantly increased information gaps related to financial developments.

Findings: We found that one of the main reasons for the breakdown in the financial liquidity market was the sudden buildup of a systemic risk caused, among other things, by substantial information gaps and limitations in the transparency of financial markets. The low transparency of the financial markets has been caused by institutional changes and new financial instruments introduced within the financial sector. They were introduced by the financial institutions themselves to facilitate very risky financial activities that were very profitable for them in the short term, but – as it occurred – very disruptive for the whole financial system and the whole economy in the longer term.

Research limitations: The analysis is limited only to the consideration of the causes and consequences of statistical gaps substantially reducing the transparency of the financial sector. A more comprehensive project should also explore and provide an appropriate proposal for remedy data and – even more important – a proposal to set up a macroprudential policy framework.

Originality: The original contribution of the paper is the link between specific institutional changes within the financial sector as well as new financial instruments and the emergence of particular information gaps.

Keywords: financial crisis, financial liquidity, systemic risk, financial information gaps

JEL: E44, G01, G14

¹ Akademia Leona Koźmińskiego

Adres do korespondencji: Akademia Leona Koźmińskiego, ul. Jagiellońska 59, 03-301 Warszawa, e-mail: siwinski@alk.kozminski.edu.pl.

| Wprowadzenie

Kryzys finansowy, który wybuchł w 2007 roku, zaczął się na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych. Rynek ten stanowił wówczas ok. 18% całego rynku finansowego w tym kraju i mimo jego relatywnie niewielkiego znaczenia doprowadził do ogromnego krachu na całym rynku finansowym. Powody tak wielkiego załamania wciąż są przedmiotem dyskusji. Jednocześnie nawet w czasie, kiedy kryzys finansowy był już oczywisty, w dalszym ciągu nie doceniano jego rozmiarów i wpływu na sferę realną. Kryzys ujawnił ograniczone możliwości oceny i monitorowania ryzyka systemowego na rynkach finansowych. Jedną z przyczyn tego stanu rzeczy są poważne luki w informacjach statystycznych dotyczących funkcjonowania sektora finansowego, który ma zasadnicze znaczenie dla całej gospodarki.

W niniejszym artykule starano się zidentyfikować główne luki informacyjne i jednocześnie wykazać, że były one wynikiem zmian instytucjonalnych i zmian wprowadzonych przez tzw. inżynierię finansową, która wytworzyła nowe instrumenty zasadniczo modyfikujące funkcjonowanie rynków finansowych. Wszystkie zmiany zainicjowano i przeprowadzono wewnątrz sektora finansowego, a zatem zmniejszenie transparentności jego funkcjonowania spowodowane zostało przez samych uczestników rynków finansowych i trudno założyć, że było niezamierzonym skutkiem ubocznym tych zmian. Wydaje się, że było to działanie świadome, ułatwiające podejmowanie nadmiernie ryzykownych operacji finansowych, które zwiększały znacząco zyski, szczególnie w krótkim okresie, choć okazały się destrukcyjne dla całego systemu i gospodarki w dłuższej perspektywie czasowej. Menedżerowie wprowadzający innowacje finansowe, mimo że zakończyły się niepowodzeniem, nie ponieśli z tego tytułu żadnych konsekwencji.

W pierwszej części artykułu, na przykładzie prognoz sporządzanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, pokazana została ich rażąca nieskuteczność w przewidywaniu kryzysu. Przyczyną ich zawodności było między innymi z jednej strony niedocenywanie ryzyka załamania systemu finansowego, które polegało na raptownym spadku płynności finansowej, z drugiej zaś utrudnione lub wręcz uniemożliwione monitorowanie ryzyka wskutek istotnych luk w statystycznym obrazie funkcjonowania rynków finansowych.

W drugiej części zidentyfikowana została płynność finansowa i analizowane czynniki jej kreacji. W tej części celem jest pokazanie trudności w ocenie ryzyka załamania płynności finansowej i jednocześnie wskazanie zakresu danych, które są niezbędne dla takiej oceny i dla monitorowania tego ryzyka.

W trzeciej części omówiono zmiany, które nastąpiły w strukturze instytucjonalnej i mechanizmach funkcjonowania sektora finansowego. Głównym celem tej analizy jest pokazanie, jak zmiany te zmniejszyły transparentność funkcjonowania tego sektora.

Wreszcie w ostatniej części identyfikujemy najważniejsze „czarne dziury” w obrazie statystycznym sektora finansowego, których istnienie poważnie ograniczyło zarówno ocenę, jak i monitorowanie ryzyka załamania finansowego.

Nieoczekiwany kryzys

Kryzys gospodarczy lat 2007–2009 był powszechnym zaskoczeniem, które nie dotyczyło może samego wystąpienia kryzysu, bo przecież załamania gospodarcze są zjawiskiem cyklicznie występującym w gospodarce kapitalistycznej, ale raczej niespotykanej po II wojnie światowej gwałtowności i głębokości załamania. Prof. Nouriel Roubini twierdzi (Roubini i Mihm, 2011, s. 19 i n.), że już w 2006 roku przewidywał zbliżające się załamanie i ostrzegął przed nim. Także kilku innych wpływowych ekonomistów wskazywało na narastające nierównowagi, które stwarzały niebezpieczeństwo załamania. Jednakże opinie te były raczej odosobnione, przede wszystkim nie były wsparte formalnymi prognozami i nie miały wpływu na przeważający optymizm dotyczący perspektyw rozwoju. Optymizm ten znajdował swoje uzasadnienie w doświadczeniach z ostatnich co najmniej 25 lat, kiedy to następowały wprawdzie okresowe spowolnienia wzrostu, jednak nie przeradzały się w absolutne spadki produkcji i dość szybko były przełamywane. Okres ten nazwano „wielkim umiarkowaniem”. Owszem, kryzysy finansowe i ostre załamania produkcji występowały, ale w krajach rozwijających się, zwłaszcza tych klasyfikowanych jako „rynki wschodzące”. Wiele z tych krajów zaznało dewastujących kryzysów walutowych i finansowych związanych z gwałtowną „ucieczką” kapitału, które przeradzały się często w bardzo bolesne kryzysy gospodarcze zaznaczone nawet kilkunastoprocentowymi spadkami produkcji krajowej. Nigdy jednak nie dotyczyło to krajów rozwiniętych. Uważano więc, że jest to następstwo niedorozwoju tych krajów, zwłaszcza słabości ich struktur instytucjonalnych oraz mechanizmów rynkowych, w tym szczególnie rynków finansowych. Tym większe było więc zaskoczenie głębokością i zasięgiem krachu finansowego oraz wielkością załamania gospodarki realnej w Stanach Zjednoczonych i innych krajach rozwiniętych.

Właściwie do ostatniej chwili nie było poważnych prognoz ostrzegających o nadchodzącym wielkim kryzysie. Najbardziej wpływowe instytucje międzynarodowe do końca przewidywały wzrost, aczkolwiek coraz wolniejszy, natomiast nikt nie ostrzegął przed zbliżającym się tsunami. Przykładem mogą być prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW). W tabeli 1 przedstawiono kolejne prognozy dotyczące wzrostu PKB w USA, strefie euro i w całej grupie krajów rozwiniętych w okresie bezpośrednio poprzedzającym kryzys.

Tabela 1 | Prognozy i dane rzeczywiste stopy wzrostu PKB w 2009 roku publikowane przez MFW

Data prognozy	IV/2008	X/2008	XI/2008	I/2009	IV/2009	X/2009	2009
Kraje rozwinięte	1,3	0,5	-0,3	-2,0	-3,8	-3,4	-3,7
USA	0,6	0,1	-0,7	-1,6	-2,8	-2,7	-3,5
Kraje euro	1,2	0,2	-0,5	-2,0	-4,2	-4,2	-4,3
W. Brytania	1,6	-0,1	-1,3	-2,8	-4,1	-4,4	-4,9
Japonia	1,5	0,5	-0,2	-2,6	-6,2	-5,4	-6,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *World Economic Outlook (Reports lub Updates)*, *World Economic and Financial Survey*, IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/> (daty publikacji podane jako tytuły kolumn tabeli).

Jak widać, prognoza opublikowana w kwietniowym raporcie z 2008 roku przewidywała wprawdzie spowolnienie wzrostu, ale było ono dalekie od rzeczywistego załamania. W momencie publikacji tej pierwszej prognozy jasne już było, że w krajach wysoko rozwiniętych wystąpił ostry kryzys finansowy. W tym czasie krach na rynku kredytów hipotecznych, a także ogólnie krach na rynku kredytowym był w pełni widoczny: w marcu nastąpił upadek wielkiego banku inwestycyjnego Bear Stern. Nie przewidywano jednak, że kryzys finansowy może mieć aż tak dewastujący wpływ na realną sferę gospodarki. W kolejnej prognozie, z października 2008 roku, przewidywano dalsze spowolnienie wzrostu, ale nie spadek produkcji. Absolutny spadek PKB w krajach rozwiniętych zaczęto dopiero prognozować pod koniec 2008 roku, aczkolwiek prognozy zbliżone do rzeczywistych rozmiarów kryzysu pojawiły się dopiero w połowie 2009 roku, a więc w czasie, kiedy kryzys był oczywistym faktem. W tym sensie kryzys był pełnym zaskoczeniem.

Tak duża zawodność prognoz nie wynikała tylko ze zwykłych błędów, jakimi obarczone są wszelkie prognozy gospodarcze. Jednym z głównych powodów błędności prognoz, które nie dostrzegły zbliżającego się kataklizmu, było niedocenianie ryzyka systemowego w sferze finansowej oraz brak jednolitych metod pomiaru i monitorowania tego ryzyka. Przez ryzyko systemowe rozumiemy prawdopodobieństwo wystąpienia nierównowag na rynku finansowym, które mogą doprowadzić do załamania całego systemu finansowego. Załamanie polega na gwałtownym ograniczeniu dostępności finansowania podmiotom gospodarczym, które zakłóca lub uniemożliwia ich bieżącą działalność.

| Płynność finansowa i ryzyko systemowe

Kluczowe znaczenie w wywołaniu kryzysu finansowego i przeniesieniu go na realną sferę gospodarki miało niewątpliwie załamanie płynności finansowej. Mimo narastającej nierównowagi na rynkach finansowych nie doceniano ryzyka załamania systemu finansowego objawiającego się gwałtownym spadkiem płynności finansowej i ogromnych zaburzeniach stąd wynikających. O niedocenianiu ryzyka systemowego może świadczyć fakt, że na rynkach finansowych w krajach rozwiniętych występowały oznaki narastającej nierównowagi, które wszakże nie wywołały zaniepokojenia ani uczestników rynku, ani instytucji regulujących (np. banków centralnych, instytucji nadzoru bankowego, itp.), ani polityków. I tak np. na rynku aktywów finansowych wystąpił wyraźny boom cenowy: w ciągu 5 lat poprzedzających kryzys (lata 2002–2007) indeksy cen na giełdach w krajach rozwiniętych wzrosły blisko dwu-, a nawet trzykrotnie. Ten wzrost miał wszelkie cechy „bąbla spekulacyjnego”, który mógł przecież pęknąć, ale nie podjęto żadnych działań zaradczych.

Podobnie, w tym okresie wystąpiło bardzo wyraźne zwiększenie dynamiki ekspansji kredytowej. Dynamika ta w większości rozwiniętych krajów przewyższała dynamikę wzrostu PKB, powodując, że ich udział w tym agregacie wzrósł o kilkadziesiąt procent (o blisko 40% w Stanach Zjednoczonych i o 45% w Wielkiej Brytanii, do prawie dwukrotnego wzrostu w Irlandii).

dii i ponaddwukrotnego w Grecji). Dane te były analizowane nieco szerzej w innym miejscu (zob. Siwiński, 2011). Także w tym przypadku nie było żadnej reakcji. Roubini i Minh (2011) opisują tę kompletną bierność Systemu Rezerwy Federalnej. Autorzy obwiniają o to ówczesnego szefa FED-u, czyli Przewodniczącego Rady Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej, Alana Greenspana. Według nich „Greenspan gotów był przyznać, że bank centralny ma do odegrania pewną rolę w łagodzeniu skutków kryzysu finansowego, ale nie podejmował żadnych działań, które mogłyby tłumić takie kryzysy w zarodku. Wydawał się mało zainteresowany prowadzeniem polityki długofalowych działań banku centralnego, dzięki którym ta potężna instytucja mogłaby przede wszystkim zapobiegać powstawaniu baniek spekulacyjnych” (Roubini i Minh, 2011, s. 96). Ponieważ w przeszłości wiele kryzysów poprzedzonych było powstawaniem podobnych nierównowag na rynkach finansowych (zob. np. Claessens, Kose i Terrones, 2009; Reinhart i Rogoff, 2008; Kindleberger i Aliber, 2005, s. 356; Roubini i Minh, 2011), to brak jakiegokolwiek reakcji ze strony władz regulacyjnych trudno wytłumaczyć i chyba rzeczywiście można to położyć na karb irracjonalnej wiary, że tym razem „będzie inaczej” (Reinhart i Rogoff, 2009, s. 463).

Monitorowanie i ocena ryzyka systemowego nie są łatwe z kilku powodów. Sama koncepcja płynności finansowej nie jest jednoznacznie pojmowana w literaturze przedmiotu, co oczywiście utrudnia identyfikowanie narastania nierównowag zagrażających stabilności systemu finansowego (zob. CGFS Report 2011; Domanski, Fender i McGuire, 2011). Ponadto ryzyko systemowe nie jest bezpośrednio obserwowalne i może być oceniane tylko pośrednio na podstawie analizy zestawu odpowiednich wskaźników. Wreszcie, co obnażył dopiero wybuch ostatniego kryzysu, istnieją poważne luki w dostępności danych statystycznych pozwalających na ewentualną ocenę zagrożeń, które mogą doprowadzić do załamania płynności finansowej podważającej funkcjonowanie całego systemu finansowego. Między innymi, brakuje danych potrzebnych dla oceny dźwigni finansowej tak na szczeblu poszczególnych instytucji finansowych, jak na szczeblu całego systemu finansowego. Brakuje danych zwłaszcza w sektorze instytucji finansowych nieregulowanych (niepodlegających nadzorowi bankowemu), dotyczących struktury czasowej pasywów i aktywów i ewentualnych zagrożeń wynikających z niedostosowania okresów zapadalności, skonsolidowanych danych bilansów instytucji finansowych, a także wielu danych o przepływach finansowych na rynku papierów wartościowych (łącznie z derywatami). Można mówić o luce informacyjnej w zakresie statystyki finansowej, poważnie utrudniającej, a nawet uniemożliwiającej ocenę ryzyka systemowego na rynkach finansowych generujących płynność finansową.

Płynność finansową można zdefiniować jako łatwość konwersji aktywów w środki płatnicze (Domański i in., 2011). Ta konwersja następuje albo przez sprzedaż aktywów, albo przez pożyczki uzyskane pod zastaw aktywów (pożyczki zabezpieczone) lub uzyskane przez zaciągnięcie zobowiązań na podstawie posiadanych aktywów (pożyczki niezabezpieczone). Czasami wyróżnia się płynność rynkową rozumianą jako łatwość handlowania aktywami lub instrumentami finansowymi w krótkim czasie bez wyraźnego wpływu na ich ceny oraz płynność finansową rozumianą jako łatwość pozyskania środków finansowych albo przez zbycie aktywów finansowych, albo zaciągnięcie pożyczek (CGFS Report, 2011, s. 4). Generowanie płynności na globalnym rynku

finansowym zależy od wzajemnych interakcji podmiotów działających na tym rynku, łącznie z ich percepcją i oceną ryzyka wchodzenia w te interakcje (ryzyko kontrahenta). Na przykład przed wybuchem kryzysu papiery wartościowe zabezpieczone różnymi wierzytelnościami, takie jak papiery zabezpieczone kredytem hipotecznym (MBS), nawet te o podwyższonym ryzyku (*subprime*), postrzegano jako wysoce płynne i powszechnie akceptowano jako zastaw w pożyczkach, których banki lub inne instytucje finansowe wzajemnie sobie udzielały. Ta sytuacja drastycznie się zmieniła z chwilą wybuchu kryzysu finansowego, szczególnie od początku 2008 roku, kiedy handel tymi papierami praktycznie zamarł, a ich płynność spadła nieomal do zera. Podobnie, duże instytucje finansowe i korporacje, które przed kryzysem bez problemu pozyskiwały środki finansowe w formie pożyczek niezabezpieczonych na rynku międzybankowym, z chwilą powstania zaburzeń w wielu przypadkach takiej możliwości już nie miały, czy to ze względu na niepewność wynikającą z braku pełnej transparentności ich sytuacji finansowej, czy też wzrost ogólnej awersji do ryzyka, a najczęściej z obu powodów naraz.

Podstawową rolę w kreowaniu prywatnej płynności odgrywa rynek międzybankowy, na którym banki i wszystkie inne instytucje finansowe (banki inwestycyjne, fundusze inwestycyjne, instytucjonalni inwestorzy, tzw. parabanki itp.) udzielają sobie pożyczek, kreując płynność finansową. Na wielkość kreacji płynności wpływają rozmiary dźwigni finansowej wykorzystywanej przez prywatne podmioty. Najprościej dźwignię finansową można zdefiniować jako wykorzystanie pożyczonych środków finansowych do inwestycji w aktywa finansowe. Jest ona mierzona jako relacja całkowitego długu danego podmiotu do całkowitej wartości aktywów. Im ta relacja jest większa, tym większe rozmiary dźwigni finansowej. Dźwignia finansowa może być bardzo korzystna w czasie boomu na rynkach finansowych, pozwalając na osiąganie większych zysków, ale jednocześnie może być źródłem zwielokrotnionych strat w okresach załamania koniunktury.

Dodatkowym czynnikiem komplikującym monitorowanie płynności finansowej i ryzyka systemowego jest to, że płynność ma charakter globalny. Jej kreacja zależy nie tylko od podmiotów działających na rynku krajowym i od warunków panujących na tym rynku. Wiele instytucji finansowych dostarcza płynności nie tylko na rynku krajowym, ale także na rynku międzynarodowym, pożyczając środki finansowe nominowane zresztą w różnych walutach instytucjom ulokowanym w innych krajach. Tak więc występują ściśle wzajemne współzależności między płynnością krajową i zagraniczną. Oczywiście znaczenie tych współzależności zależy od wielkości poszczególnych krajów i ich roli na międzynarodowym rynku finansowym.

Jak wynika z powyższych rozważań, prywatny segment płynności finansowej zależy od warunków panujących na rynkach finansowych oraz gotowości instytucji finansowych do udostępniania środków innym uczestnikom rynku. Tak więc generowanie prywatnej płynności jest endogeniczne w stosunku do rynków finansowych (Domański i in., 2011). Następstwem tego jest silnie procykliczna dynamika generowania prywatnej płynności finansowej. W okresie dobrej koniunktury rosną ceny aktywów finansowych, co pobudza kreowanie płynności finansowej. Jednocześnie w takich okresach zmniejsza się awersja do ryzyka prywatnych podmiotów, co

zwiększa popyt na płynność finansową i jednocześnie pobudza do zwiększania stopy lewarowania. Efekt dźwigni finansowej jest podwójny: z jednej strony jej wzrost prowadzi do wzrostu popytu na aktywa finansowe, a co za tym idzie do wzrostu ich cen, a z drugiej wzrost cen zwiększa wartość depozytów gwarancyjnych, co ułatwia dalsze lewarowanie, a więc zwiększa popyt na aktywa i dalej zwiększa ich ceny. Tak więc warunki rynkowe i działania podmiotów wzmacniają się nawzajem i przyczyniają się do zwiększania tempa kreacji płynności. Może to prowadzić do narastania nierównowagi na rynkach finansowych o charakterze „bąbla” spekulacyjnego i późniejszego załamania. Podobnie w okresie załamania – zarówno warunki rynkowe, jak i działania podmiotów wzmacniają tendencje spadkowe: spadek cen aktywów ogranicza kreację płynności finansowej. W takich okresach narasta awersja do ryzyka, co dalej ogranicza płynność, a to z kolei pobudza tendencje do ograniczania lewarowania, co wzmacnia tendencje spadkowe cen aktywów i pogłębia tendencje kryzysowe. Także w tym przypadku dźwignia finansowa zwielokrotnia tendencję spadkową: niepowodzenia w spekulacjach skierowanych na wzrost cen aktywów powodują spadek popytu na aktywa i spadek ich cen, co wymusza dalsze delewarowanie i dalszy spadek cen. Spadek cen aktywów powoduje zmniejszenie wartości depozytów gwarancyjnych, co najczęściej prowadzi do dalszego delewarowania i dalszego spadku cen. Zatem prywatny segment płynności finansowej ma wbudowany silny mechanizm procykliczny: z jednej strony pobudzania wzrostu płynności w okresie dobrej koniunktury, z drugiej zaś – jej silnego kurczenia się w okresie spadku koniunktury.

Płynność finansowa jest także generowana przez publiczne instytucje, przede wszystkim banki centralne. Tak zwana oficjalna płynność jest generowana w ramach polityki pieniężnej banków centralnych, które dostarczają bazę pieniężną M0, np. przez operacje otwartego rynku. Ponadto banki centralne w okresie zaburzeń stabilności makroekonomicznej mogą prowadzić działania ratunkowe mające pobudzić płynność prywatną. Zdolność władz monetarnych do kreowania płynności zależy od zasad prowadzenia polityki pieniężnej oraz od reżymu kursowego, w jakim funkcjonuje waluta krajowa. Na przykład w warunkach stabilizowanego kursu walutowego polityka pieniężna jest ograniczona koniecznością utrzymania kursu w określonym przedziale wahań. Związek między oficjalną i prywatną płynnością był analizowany głównie w kontekście polityki pieniężnej, której głównym celem była stabilność cen, i ewentualnie celem pobocznym ogólna stabilność makroekonomiczna, tzn. utrzymania bezrobocia i produkcji na poziomie potencjalnym. Natomiast ogólna stabilność finansowa nie była eksponowana i szerzej analizowana. Ostatni kryzys zmienił to nastawienie i obecnie często akcentuje się potrzebę rozszerzenia odpowiedzialności władz monetarnych na ogólną stabilność finansową.

W przypadku płynności generowanej przez władze monetarne jej zmiany zależą od polityki władz, a nie bezpośrednio od warunków panujących na rynkach finansowych. Dlatego w tym przypadku płynność zależy od czynników egzogenicznych (celów polityki władz monetarnych i ich oceny działań, które są potrzebne dla osiągnięcia tych celów). W większości krajów władze monetarne wykorzystują politykę pieniężną do utrzymania stabilności cen oraz ewentualnie ogólnej stabilności makroekonomicznej (produkcji i zatrudnienia na poziomie zbliżonym do potencjalnego, czyli przy zerowej luce dochodowej). Ewentualne rozszerzenie ich odpowiedzial-

ności na utrzymanie stabilności finansowej wymaga możliwości monitorowania nierównowag powstających na rynku finansowym i oceny z tego punktu widzenia ryzyka systemowego. Jak już zostało to zaznaczone, obecnie takie możliwości są poważnie ograniczone lub wręcz ich nie ma ze względu, między innymi, na poważne luki w statystycznym obrazie rynków finansowych, na co zwraca się uwagę nie tylko w literaturze akademickiej, ale także w oficjalnych raportach MFW, BIS oraz tzw. Financial Stability Board specjalnej rady powołanej przez grupę państw G-20 (zob. np. *FSB Report* 2009).

| Zmiany mechanizmów funkcjonowania rynków finansowych

Jednym z głównych powodów braku pełnego statystycznego obrazu przepływów finansowych niezbędnych dla oceny i monitorowania ryzyka systemowego były zasadnicze zmiany w strukturze instytucjonalnej i mechanizmach funkcjonowania rynków finansowych. Bez roszczenia sobie pretensji do przedstawienia kompletnej listy zmian warto skoncentrować się na kilku, które przyczyniły się szczególnie do zaciemnienia lub wręcz wypaczenia obrazu zjawisk zachodzących na tych rynkach. Zmiany te były efektem działania uczestników rynków finansowych, czyli banków, funduszy inwestycyjnych oraz innych instytucji finansowych.

1. Jedną ze zmian było powstanie i ogromny wzrost sekurytyzacji jako nowej formy generowania płynności finansowej. Polega to na pozyskiwaniu kapitału przez sprzedaż papierów dłużnych (ściśle jest to zamiana należności na papiery dłużne lub wierzyielskie). Najczęściej jest to emisja krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych pod zastaw wierzytelności z udzielonych kredytów hipotecznych, pożyczek samochodowych, pożyczek na zakupy ratalne, pożyczek z kart kredytowych itp. Emitowane papiery są najczęściej oznaczone trzyliterowym skrótem, np. ABS – *asset backed securities*, CDO – *collateralized debt obligations*, MBS – *mortgage backed securities*. Papiery te są łatwiej zbywalne niż oryginalne należności. Sekurytyzacja została zainicjowana w Stanach Zjednoczonych w latach 70., w Europie Zachodniej zaś w połowie lat 80. W latach 90. XX wieku i na początku XXI wieku nastąpił jej ogromny wzrost. Na przykład w Stanach Zjednoczonych w 2007 roku szacunkowa wartość należności z tytułu kredytów uzyskanych tradycyjnymi metodami wynosiła 10,8 bln USD, zaś należności z prywatnych papierów dłużnych 7,8 bln USD (Krishnamurthy, 2010, s. 5). Ta metoda okazała się tańszym źródłem pozyskiwania płynności finansowej niż tradycyjna bankowość. Zaletą dla firm inicjujących sekurytyzację jest to, że nie obciąża ona ich bilansów, nie zwiększa wskaźników zadłużenia i nie powoduje wzrostu kosztów takich, jakie są związane z pozyskiwaniem funduszy ze źródeł zewnętrznych.

Jednym ze skutków tego procesu było odejście od modelu, w którym bank, udzielając pożyczek, utrzymywał je jako wierzytelność w swoim bilansie, na rzecz modelu „przepakowywania” i pozbywania się ryzyka na rzecz innych podmiotów (Pozsar, 2008; Roubini i Mihm, 2011). Na przykład na rynku kredytów hipotecznych specjalnie utworzone spółki finansowe wykupywały kredyty od banków, które ich udzielały, utrzymując je w swoim portfelu najczęściej przez cały okres zapadalności. Jednocześnie spółki te emitowały papiery dłużne zabezpieczone kredytami

hipotecznymi Papierami te, zwłaszcza przed kryzysem, znajdowały chętnych nabywców, stanowiąc dla nich dogodną formę lokaty środków. W rezultacie banki formalnie udzielające kredytu po sprzedaniu go pozbywały się całkowicie ryzyka ewentualnego ich niespłacenia przez dłużnika, który w nowym układzie był go winien spółce aranżującej cały ten proces. Nie trzeba dodawać, że w tej sytuacji banki obniżyły standardy udzielania kredytów hipotecznych. Instytucje emitujące MBS „przepakowywały” ryzyko i przenosiły je na nabywców papierów wartościowych, którymi najczęściej były wielkie banki i inne instytucje finansowe, zwłaszcza różnego rodzaju fundusze inwestycyjne oraz bogaci klienci indywidualni. Jednocześnie dokonywano innych zabiegów rozmywających ryzyko, tworząc tzw. produkty strukturyzowane. Na przykład emitenci papierów dłużnych zabezpieczonych wierzytelnościami (CDO) grupowali je, dzieląc na transze w zależności od ryzyka. W segmencie podstawowym oferowano najwyższą stopę zwrotu, ale jednocześnie segment ten łączył się z największym ryzykiem: zobowiązania z tego segmentu były płacone dopiero po zaspokojeniu roszczeń pozostałych segmentów mających lepsze oceny ryzyka kredytowego i odpowiednio niższe stopy zwrotu.

Produkty te stawały się coraz bardziej skomplikowane, a jednocześnie ryzyko związane z inwestowaniem w te instrumenty było coraz bardziej rozmywane. Oceny ryzyka tych instrumentów dokonywały prawie wyłącznie agencje ratingowe, stosując coraz bardziej zawiłe matematyczne modele jego wyceny. Modele te opierały się na optymistycznych założeniach i okazały się w wielu przypadkach błędne. Ponadto pozbywanie się ryzyka przez podmiot, który inicjował pierwotną wierzytelność, np. udzielając pierwotnego kredytu hipotecznego, powodowało, że coraz mniej był on zainteresowany utrzymaniem wysokich standardów oceny ryzyka podmiotu zaciągającego zobowiązanie. Tak więc ryzyko niespłacenia wierzytelności rosło, czego zupełnie nie uwzględniały modele agencji ratingowych. Produkty strukturyzowane, oparte na zgrupowanych i podzielonych na transze wierzytelnościach, uzyskiwały najwyższe oceny w ratingach, mimo że faktyczne prawdopodobieństwo ich niespłacenia rosło.

Obrót dłużnymi papierami wartościowymi w większości odbywał się poza giełdą, co radykalnie zmniejszyło transparentność rynków finansowych. Cechą tego obrotu jest to, że transakcje są całkowicie prywatne i nie podlegają wymogom obowiązującym na oficjalnych giełdach. Między innymi do obrotu pozagiełdowego dopuszcza się papiery o niższych wymaganiach niż papiery dopuszczone do obrotu giełdowego. Także na tym rynku obowiązują niższe wymogi dotyczące ujawniania danych o sytuacji finansowej emitentów papierów, wielkości dźwigni finansowej itp. W większości obrót papierami zabezpieczonymi różnego rodzaju aktywami odbywał się w ramach tzw. alternatywnego systemu bankowego. Brak w tym segmencie obowiązkowych standardów publikowania danych dotyczących obrotu papierami dłużnymi zabezpieczonymi aktywami spowodował, że nie było alternatywnych rynkowych metod wyceny ryzyka, które wyłącznie było oceniane przez agencje ratingowe.

Zamiast podsumowania można przytoczyć trafną ocenę Roubiniego i Mihma: „W rezultacie otrzymywaliśmy doskonale nieprzejrzysty, niezrozumiały system finansowy sprzyjający wybuchowi paniki” (Roubini i Mihm, 2011, s. 91).

2. Postępująca liberalizacja rynków kapitałowych, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych i rozwiniętych krajach Europy Zachodniej, doprowadziła do rozwoju nieregulowanego segmentu rynków finansowych, alternatywnego systemu bankowego (*shadow banking*). W systemie tym funkcjonują tzw. parabanki, które działają jak banki, tzn. dostarczają finansowania innym podmiotom, inwestują jak banki, aczkolwiek nie przyjmują depozytów, i co najważniejsze, nie podlegają regulom, które obowiązują tradycyjne banki komercyjne lub inwestycyjne (np. wymogi utrzymywania kapitału rezerwowego, podleganie nadzorowi bankowemu czy też obowiązkowe ubezpieczenia depozytów). Parabanki obejmują różnego rodzaju fundusze inwestycyjne, asekuracyjne (*hedging funds*), fundusze rynku pieniężnego oraz różnego rodzaju fundusze prowadzące inwestycje pozabilansowe (*off-balance sheet vehicles*) tworzone przez banki inwestycyjne i domy maklerskie. Formalnie banki inwestycyjne nie są parabankami i część ich działalności jest prowadzona w sektorze tradycyjnej regulowanej bankowości. Jednakże znaczna część ich działalności finansowej została przeniesiona do segmentu bankowości alternatywnej. Tę rolę odgrywały właśnie różnego rodzaju spółki specjalnego przeznaczenia, do których banki przenosiły bardziej ryzykowne transakcje bez uwzględniania ich w bilansie bankowym, co zmuszałoby je np. do podwyższenia poziomu rezerw w stosunku do posiadanych aktywów. Spółki te zajmowały się głównie emisją i obrotem strukturyzowanymi produktami, takimi jak papiery zabezpieczone różnego rodzaju wierzytelnościami. Jednocześnie w sektorze bankowości regulowanej zniesiono rozdzielenie bankowości depozytowo-kredytowej od bankowości inwestycyjnej.

Tak więc bardzo wiele banków pozostawiało w sektorze bankowości regulowanej jedynie część swojej działalności finansowej, zwykle tę mniej ryzykowną, zaś bardziej ryzykowną związaną głównie z sekurytyzacją i obrotem instrumentami pochodnymi przenosiło do spółek i funduszy specjalnego przeznaczenia. Dzięki temu bardziej ryzykowne operacje zniknęły z bilansu banku. Fakt, że były przenoszone do spółki zależnej (spółki córki), nie był ujawniany. W bankowości tradycyjnej w zamian za dostęp do pomocy pożyczkodawcy ostatniej instancji (banków centralnych) oraz za ubezpieczenia depozytów banki musiały poddać się kosztownym rygorom (obowiązkowe rezerwy kapitałowe, składki na ubezpieczenie depozytów itp.) oraz nadzorowi bankowemu monitorującemu ich płynność, poziom dźwigni finansowej, rezerw kapitałowych, co wprawdzie zmniejszyło ryzyko niewypłacalności i bankructwa, ale ograniczało dochody banków. Niektórzy komentatorzy uważają, że wprowadzenie w 1988 roku przez tzw. umowę bazylejską większych obowiązkowych zabezpieczeń kapitałowych, co zwiększyło koszty i dalej ograniczyło swobodę działania banków, przyczyniło się do rozkwitu alternatywnego systemu bankowego (Pozsar, 2008).

Alternatywny system bankowy rozrósł się do ogromnych rozmiarów. Jak ocenia Financial Stability Board, w 2007 roku wartość pożyczek udostępnionych w ramach tego systemu wyniosła ponad 60 bln USD² wobec 27 bln w 2002 roku (FSB 2011, s. 1), co stanowi 25–30% rozmiarów całego systemu finansowego.

² Szacunki dotyczą 23 najwyżej rozwiniętych krajów (Australia, Kanada, Japonia, Korea, Stany Zjednoczone, Wielka Brytania oraz 17 krajów strefy euro).

Alternatywny system bankowy przynosi wiele korzyści. Z reguły pozyskanie środków finansowych jest tańsze i bardziej efektywne. Jednocześnie jednak system ten zwiększa ryzyko systemowe zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio przez ścisłe połączenie z tradycyjnym regulowanym systemem bankowym. Bankowość alternatywna jest znacznie mniej transparentna i występują tam większe niedopasowania okresów zapadalności pasywów i aktywów, tendencja do większego wykorzystywania dźwigni finansowej, co naraża ten system na większe ryzyko wybuchu paniki i raptownego wycofywania środków. Ryzyko załamania systemu może łatwo być przeniesione do segmentu regulowanej bankowości, szczególnie wobec braku rozdzielenia tradycyjnych banków od parabanków. Bankowość alternatywna jest często wykorzystywana jako ucieczka przed regulacjami tradycyjnej bankowości oraz jako możliwość osiągania większych zysków przez angażowanie się w transakcje bardziej ryzykowne, z wykorzystaniem większej dźwigni finansowej. Można to porównać do celowej ucieczki w mętne wody, gdzie łatwiej upolować większe ryby, ale gdzie ryzyko, że samemu wpadnie się na mieliznę, jest większe. Rządziło tu podejście nazywane „pokusą nadużycia”, co z perspektywy instytucji finansowych było korzystne, ponieważ zwiększało ich zyski. Natomiast z punktu widzenia całego systemu finansowego znacznie zwiększyło ryzyko załamania, które w końcu doprowadziło do krachu finansowego. W rezultacie tego krachu za błędy prywatnych instytucji finansowych ostatecznie zapłacił podatnik, a właściwie całe społeczeństwo, ponosząc większość kosztów kryzysu.

W ostatnim kryzysie spółki specjalnego przeznaczenia i fundusze prowadzące operacje pozabilansowe banków odegrały szczególnie destrukcyjną rolę. Gdyby w sektorze alternatywnym działały jedynie niezależne fundusze inwestycyjne, fundusze asekuracyjne, fundusze emerytalne, to ewentualne ich straty ponieśliby tylko inwestorzy mający swoje udziały w funduszach. Natomiast w przypadku spółek tworzonych przez banki inwestycyjne dla prowadzenia operacji pozabilansowych ich straty przenosiły się do całego systemu bankowego, co stało się przyczyną utraty zaufania do wszystkich banków i doprowadziło do ogólnego załamania płynności finansowej. Jakkolwiek mogłoby to się wydawać mało prawdopodobne, to spółki te i fundusze nie tylko były poza polem widzenia władz monetarnych i nadzorczych, ale także większość inwestorów nie wiedziała o ich powiązaniach ze spółkami matkami i innymi siostrzanymi spółkami (zob. Pozsar, 2008, s. 17).

3. Jedną z właściwości alternatywnej bankowości było finansowanie aktywów przez krótkookresowe instrumenty dłużne z bardzo dużym wykorzystaniem dźwigni finansowej, znacznie większej niż w tradycyjnej bankowości. Także w tym przypadku ceną było zwiększenie ryzyka systemowego. Stanowiło to także źródło większej efektywności tego systemu, gdyż pozyskiwanie funduszy tą drogą było tańsze.

Niedopasowanie okresów zapadalności pasywów i aktywów jest problemem całego systemu bankowego. Wszystkie instytucje działające jak banki mają krótkookresowe (płynne) pasywa i długookresowe (niepłynne) aktywa, z tym że w tradycyjnych bankach pasywa w większości są w formie depozytów, które przyjmują banki. Depozyty w każdej chwili mogą być wycofane przez deponentów, co jednak jest mało prawdopodobne. Skutecznie przeciwdziała temu rozbudowany system regulacji i nadzoru bankowego, łącznie z ubezpieczeniem depozytów, co powoduje, że

panika bankowa stała się zjawiskiem rzadkim. Ryzyko załamania systemu finansowego w tym sektorze zostało poważnie ograniczone, ale kosztem zmniejszenia dochodów działających tam banków.

Powstanie sektora bankowości alternatywnej zostało pobudzone właśnie dążeniem do obejścia tych ograniczeń regulacyjnych i nadzoru bankowego, w tym także zmniejszenia transparentności działania, w celu zwiększenia dochodów. Instytucje finansowe działające w tym systemie nie przyjmują depozytów, ale finansują swoje aktywa, pożyczając na rynku finansowym, zwłaszcza krótkookresowym. Ten sposób finansowania uzależnił banki od dostępności środków na tym rynku, czyli od krótkookresowej płynności systemu finansowego. W tym przypadku sprzeczność okresów zapadalności pasywów i aktywów uległa zaostrzeniu i zwiększyła ryzyko załamania systemu finansowego. W bankowości alternatywnej większość działających tam instytucji finansowych inwestowała w długoterminowe aktywa, pożyczając na rynku krótkoterminowych papierów wartościowych (emitując papiery dłużne lub udziały w funduszach inwestycyjnych) lub zawierając krótkoterminowe umowy warunkowego odkupu, tzw. operacje *repo*. Ta ostatnia forma zdobyła sobie szczególną popularność: praktycznie większość instytucji aktywnie uczestniczących w obrocie dłużnych papierów wartościowych, szczególnie papierów zabezpieczonych aktywami (CDO), w tym zwłaszcza zabezpieczonych kredytem hipotecznym (MBS), finansowała ich zakupy na rynku *repo*. Według Krishnamurthy, gdyby nie rynek *repo*, praktycznie nie byłoby obrotów na wtórnym rynku papierów dłużnych zabezpieczonych aktywami (Krishnamurthy, 2010, s. 9). Ta rola rynku *repo* wynikała z bardzo dużej płynności tego rynku oraz łatwości i szybkości zawierania transakcji. W największym skrócie: transakcje *repo* polegają na pozyskiwaniu środków przez inwestora, np. na zakup papierów zabezpieczonych aktywami przez umowę warunkowego odkupu, w której dany papier był oddany jako zastaw w zamian za pozyskane środki finansowe. Wartość zastawu przewyższała oczywiście sumę pożyczki o marżę nazywaną *haircut*: im bardziej ryzykowny papier zaoferowany jako zastaw, tym większa marża (zwykle od kilku do nawet kilkunastu procent). Różnicę inwestor pokrywał, angażując np. własne środki, co wyznaczało jednocześnie wielkość dźwigni finansowej.

Po stronie podaży na rynku *repo* dominują fundusze rynku pieniężnego, dla których rynek ten jest atrakcyjny ze względu na możliwość bezpiecznego inwestowania dużych sum na krótki czas. Ogromna większość transakcji *repo* jest krótkookresowa, z dominacją umów jednodniowych (*overnight repo*). Wobec tego instytucje pożyczające w tej formie muszą odnawiać te transakcje (rolować). To przyczyniło się oczywiście do wzrostu ryzyka systemowego przez ryzyko wzrostu trudności i kosztów rolowania.

4. Inne zjawisko, które zmniejszyło przejrzystość działania systemu finansowego, to wprowadzenie w ramach innowacji finansowych szczególnego instrumentu, jakim były *swapy na zwłokę w spłacie kredytu*, CDS (*credit default swaps*). Jeszcze pod koniec lat 90. instrumentu tego nie było. Został wynaleziony przez zespół ds. ryzyka wielkiego banku inwestycyjnego J.P. Morgan w 1997 roku i wprowadzony do obrotu w 2000 roku. W 2008 roku ich wartość

nominalna przekraczała 60 bln USD (Roubini i Mihm, 2011, s. 99), a więc tyle co światowy PKB, który wówczas wynosił 61,2 bln USD (IMF, 2011).

Instrumenty te polegają na ubezpieczeniu pożyczek (w tym także papierów dłużnych) od ryzyka opóźnienia w ich spłacie. Pożyczkodawca, w zamian za określoną cenę stanowiącą określony procent od wartości zabezpieczanej pożyczki, otrzymuje zobowiązanie, że wystawca ubezpieczenia wypłaci wartość pożyczki w przypadku, gdy pierwotny dłużnik nie spłaci jej w terminie. Gdyby na tym poprzestać, byłaby to klasyczna działalność ubezpieczeniowa. Problem wszakże w tym, że każdy może ubezpieczać dowolną pożyczkę, wcale jej nie udzielając. Można np. ubezpieczyć dowolne obligacje, wcale ich nie kupując. Wystarczy, że ktoś np. spodziewa się, że dane obligacje nie zostaną spłacone, bo ich emitent np. zbankrutuje. Ubezpieczając i płacąc ustaloną stawkę w przypadku rzeczywistego niespłacenia pożyczki, posiadacz CDS dostaje zwrot pożyczki, której nie musiał wcale udzielić. Kupno i sprzedaż *swapów* na zwłokę w spłacie kredytu odbywa się poza obrotem giełdowym i nie podlega żadnym ograniczeniom, będąc wyłącznie prywatną umową między prywatnymi jednostkami. Nie ma np. określonej sumy zabezpieczenia w przypadku sprzedaży *swapu* na zwłokę w spłacie kredytu. Każdy może ubezpieczyć dowolny kredyt na dowolną sumę i każdy może być wystawcą ubezpieczenia pod warunkiem, że znajdzie na to nabywcę. W praktyce oznacza to, że *swapy* wystawiają głównie duże instytucje o ustalonej reputacji na rynku. Rozpowszechnianie tego instrumentu wynikało także z faktu, że wystawca *swapu*, zobowiązując się do zwrotu zabezpieczanej pożyczki, z reguły starał się kupić zabezpieczenie zaciągniętego zobowiązania, co prowadziło do powstania ogromnych sieci instytucji finansowych zaciągających w ten sposób wzajemne zobowiązania.

Kompletny brak przejrzystości tego rynku, a więc brak informacji, kto komu i na jaką sumę wystawił *swapy*, miał destrukcyjny wpływ na cały system finansowy. Spowodował wzrost ryzyka „kontrahenta” i był ważną przyczyną załamania płynności finansowej. Poszczególne instytucje nie wiedziały, czy posiadane *swapy* zostaną zrealizowane. Rzeczywiście wybuch kryzysu spowodował, że wielkie instytucje, które emitowały *swapy*, licząc, że nigdy nie będą musiały wypłacać pieniędzy z tytułu zaległych pożyczek, nie odłożyły niezbędnych rezerw i nie były w stanie spełnić swoich zobowiązań, co zagroziło załamaniem całego systemu. Jak piszą Roubini i Mihm, w takiej sytuacji znalazła się jedna z największych amerykańskich firm ubezpieczeniowych AIG, która ubezpieczyła w postaci *swapów* na zwłokę w spłacie kredytów dłużne instrumenty zabezpieczone aktywami CDO na sumę ponad 0,5 bln USD i nie była w stanie wywiązać się z zaciągniętych zobowiązań. Upadek tej firmy spowodowałby lawinowe bankructwa innych instytucji finansowych, co oceniono jako poważne zagrożenie załamania systemu finansowego o trudnych do przewidzenia stratach dla całej gospodarki. Dlatego władze USA zdecydowały się na uratowanie tej firmy. W tym przypadku firma była zbyt duża i zbyt powiązana, by upaść, i jak zwykle kosztami obciążono podatnika. Niestety, tak jak w wielu innych przypadkach, część tych kwot została wypłacona w postaci premii dla menedżerów. Jak widać, instrument, który miała zabezpieczać długi przed niewypłacalnością dłużnika, przyczynił się do destabilizacji całego systemu finansowego.

| „Czarne dziury” statystyki finansowej

Z dzisiejszej perspektywy oczywiste jest, że kryzys ujawnił bardzo istotną lukę informacyjną dotyczącą funkcjonowania systemu finansowego. Może to brzmieć mało wiarygodnie, ponieważ dzisiaj jest tak wielka dostępność ogromnej liczby danych, że akurat w sektorze finansowym, który jest niezwykle ważny dla całej współczesnej gospodarki, mamy „czarne dziury” w obrazie statystycznym, poważnie ograniczające ocenę stabilności funkcjonowania tego sektora. Dziury te są poważną przeszkodą w monitorowaniu zarówno ryzyka systemowego w zakresie finansów na szczeblu państwowym i globalnym, jak i ryzyka na poziomie instytucji finansowych (ryzyka kontrahenta). Z jednej strony te luki statystyczne poważnie ograniczają podejmowanie skutecznych działań przez władze państwowe, zarówno w skali krajowej, jak i międzynarodowej dla przeciwdziałania kryzysom finansowym. Z drugiej zaś ograniczają one możliwości właściwej oceny ryzyka kontrahenta na szczeblu instytucji finansowych.

Dlatego podjęto inicjatywy zmierzające do likwidacji tych luk informacyjnych, co oznacza objęcie obowiązkiem sprawozdawczości statystycznej według określonych standardów dających możliwość skutecznego monitorowania przepływów finansowych tych segmentów rynku, które dotychczas takim rozwiązaniom nie podlegały. Tego typu inicjatywy mają sens tylko wtedy, gdy zostaną wprowadzone we wszystkich krajach jednocześnie ze względu na możliwość arbitrażu instytucjonalnego. Instytucje mogą bowiem przenosić swoją działalność do krajów, gdzie standardy publikowania informacji finansowych są mniej restrykcyjne. Stąd główne znaczenie mają działania podjęte w ramach grupy 20 największych krajów, powołanej dla przygotowania zmian potrzebnych dla zwiększenia stabilności funkcjonowania rynków finansowych. Z grupą G-20 współdziałają główne instytucje międzynarodowe działające w zakresie finansów światowych, przede wszystkim Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) oraz Bank Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei (BIS). W rezultacie tych działań, między innymi, powstał raport przygotowany przez Financial Stability Board (FSB)³, który identyfikuje luki w statystyce finansowej i zaleca konkretne działania mające zasadniczo zmienić gromadzenie danych z zakresu finansów na szczeblu tak krajowym, jak międzynarodowym (FSB Report, 2009).

Brak transparentności i poważne luki informacyjne dotyczące funkcjonowania sektora finansowego są przede wszystkim następstwem zmian w strukturze instytucjonalnej i zasadach działania tego sektora, które opisaliśmy wyżej. Można zaryzykować tezę, że ograniczenie transparentności w sektorze finansowym było na rękę instytucjom finansowym, które dzięki temu mogły wyrwać się z krępującego ich nadzoru i umożliwić zwiększenie dochodów. Szczególnie dotkliwy jest brak dostatecznych informacji dotyczących alternatywnej bankowości, transferu ryzyka na rynku strukturyzowanych produktów, łącznie z instrumentami pochodnymi, którymi obrót

³ FSB jest radą ekspercką złożoną z przedstawicieli władz finansowych 24 krajów (Polska nie uczestniczy bezpośrednio w pracach Rady), przedstawicieli międzynarodowych organizacji finansowych IMF, BIS, OECD, Banku Światowego, Komisji Europejskiej, Europejskiego Banku Centralnego oraz przedstawicieli organizacji zajmujących się standaryzacją w zakresie finansów. Głównym zadaniem Rady jest koordynacja prac zmierzających do wprowadzenia międzynarodowych regulacji i nadzoru w sektorze finansowym mających na celu zwiększenie stabilności działania rynków finansowych.

odbywa się poza giełdami, wielkości dźwigni finansowej, niedopasowania struktury czasowej aktywów i pasywów oraz stopnia współzależności szczególnie dużych instytucji finansowych.

Jedną z ważniejszych dziur obrazu statystycznego jest brak skonsolidowanych bilansów sektora finansowego tak na szczeblu instytucji, jak na szczeblu krajowym (BIS, 2010). Jest to przede wszystkim związane z powstaniem alternatywnej bankowości. Wiele instytucji finansowych działających w tym sektorze to omawiane wyżej specjalnie utworzone spółki i fundusze do prowadzenia inwestycji pozabilansowych wysokiego ryzyka. Była to więc celowa działalność wyprowadzania części działalności finansowej z bilansu banków działających w sektorze regulowanym do specjalnie utworzonych spółek lub funduszy zależnych jednak od instytucji je tworzącej. Pozagiełdowy charakter obrotu papierami wartościowymi umożliwił traktowanie tych instytucji jako osobnych podmiotów i nie wymuszał przedstawiania skonsolidowanego bilansu finansowego. Dzięki temu bilans banków działających w sektorze tradycyjnej, regulowanej bankowości nie wykazywał zapisów pozabilansowych i wobec tego nie przedstawiał ich rzeczywistej sytuacji finansowej, uniemożliwiając właściwą ocenę ryzyka kontrahenta. Podobnie, brakuje danych prezentujących skonsolidowany bilans całego sektora finansowego. Problem jest dodatkowo skomplikowany w kontekście globalnego charakteru wielu banków i instytucji finansowych. Specjalnie tworzone spółki i fundusze mogą bowiem funkcjonować jako rezydenci różnych krajów. Tak więc skonsolidowane bilanse powinny obejmować jednostki działające w różnych systemach prawnych, co wymaga ujednoczenia standardów w skali międzynarodowej. Brak skonsolidowanych danych nie pozwala na zidentyfikowanie i ocenę powstającego zagrożenia będącego następstwem podejmowania nadmiernie ryzykownych działań przez poszczególne instytucje finansowe w ramach całego globalnego systemu finansowego.

Mimo ogromnego wzrostu sekurytyzacji w kreowaniu płynności finansowej, w dalszym ciągu statystyczny obraz tego segmentu rynku jest ograniczony (Sola i Strobbe, 2011). Obecnie dostępne dane pozwalają na uchwycenie zagregowanych wielkości posiadanych papierów wartościowych dłużnych przez rezydentów krajowych. Brakuje natomiast informacji dotyczących emitentów tych papierów. Brakuje danych pozwalających zidentyfikować przepływy papierów w układzie „od kogo do kogo”. Ponieważ większa część obrotu papierami dłużnymi odbywa się w obrocie pozagiełdowym i dotyczy alternatywnego systemu finansowego, brakuje standardów publikacji danych pozwalających ocenić ryzyko inwestowania w te produkty, szczególnie w papiery zabezpieczone aktywami (różnego rodzaju CDO). Jedynym źródłem są oceny ryzyka agencji ratingowych, które okazały się zawodne. Brak danych obrazujących strukturę emisji (kto wyemitował) posiadanych portfeli tych papierów oraz danych dotyczących ich przepływów uniemożliwiają cenę ryzyka kontrahenta na szczeblu instytucji finansowych niezależną od agencji ratingowych. Nie można też ocenić zagrożenia systemowego wynikającego np. z koncentracji posiadania papierów emitowanych przez zagrożone podmioty.

Kolejna dziura w obrazie statystycznym dotyczy obrotu pozagiełdowego instrumentami pochodnymi, z tym że szczególną rolę wśród tych instrumentów odgrywają wspomniane wcześniej *swapy* na zwłokę w spłacie kredytu (CDS). Jak już wspomniano, ten instrument, który miał

zabezpieczać przed ryzykiem niewypłacalności, sam stał się poważnym czynnikiem destabilizującym sektor finansowy. Obecnie brakuje wielu danych dotyczących funkcjonowania tego segmentu rynku. Są ogólne dane pokazujące wielkość emisji tego instrumentu. Natomiast, podobnie jak w przypadku rynku instrumentów dłużnych zabezpieczonych aktywami, nie ma danych obrazujących przepływy tego instrumentu („od kogo do kogo”) oraz nie ma danych pokazujących stopień koncentracji zobowiązań wynikających z emisji tego instrumentu, co powoduje, że nie można ocenić zagrożeń wynikających z przenoszenia ryzyka w ramach całego rynku finansowego.

Obecne dane nie pozwalają także na ocenę wielkości dźwigni finansowej, jak również niedopasowania struktury czasowej aktywów i pasywów, szczególnie w alternatywnym sektorze finansowym. Problem w części polega na tym, że jak dotąd nie ma jasnych i uzgodnionych miar pozwalających oceniać na szczeblu sektorowym wielkość dźwigni finansowej oraz stopień niedopasowania czasowego aktywów i pasywów. W tym ostatnim przypadku chodzi o aktywa finansowane przez pożyczki na krótkoterminowym rynku pieniężnym.

Bardziej ogólnym problemem jest wprowadzenie obowiązkowych standardów publikacji danych obrazujących sytuację finansową poszczególnych instytucji finansowych działających w sektorze alternatywnej bankowości identycznych jak w sektorze regulowanej bankowości. Obecnie podjęto prace nad przygotowaniem i wprowadzeniem takich zasad, co powinno zbliżyć oba sektory finansowe. Napotyka to oczywiście opór instytucji finansowych, które będą miały mniejsze możliwości osiągnięcia większych dochodów z podejmowania bardziej ryzykownych działań finansowych.

Istnieją także inne, mniej znaczące luki w informacji statystycznej, które jednak powinny być skorygowane. Przykładem mogą być np. dane o cenach na rynku nieruchomości. Od dawna wiadomo, jak dużą rolę w powstawaniu kryzysów odgrywają zaburzenia na rynku nieruchomości. Tymczasem dopiero od kilku lat Bank Rozrachunków Międzynarodowych podjął się roli instytucji gromadzącej i publikującej te dane w skali międzynarodowej. Poprzednio żadna z instytucji gromadzących dane w skali międzynarodowej (np. MFW, OECD, Bank Światowy) nie udostępniła ich w sposób systematyczny i znormalizowany. W dalszym ciągu szeregi czasowe publikowane przez BIS nie są sporządzane według jednolitej metodologii i prace nad rozwiązaniem tej kwestii są dopiero w toku. Podobnie brakuje np. danych o bilansach płatniczych sporządzanych w układzie narodowym, a nie tylko w układzie obejmujących wyłącznie rezydentów. Są to jednak kwestie mniejszej wagi: ich rozwiązanie wzbogaci informację statystyczną. Nie dotyczą one kwestii tak zasadniczych jak możliwości oceny i monitorowania ryzyka systemowego w zakresie finansów.

Brak transparentności działania znacznej części sektora finansowego stał się wyzwaniem dla władz krajowych i organizacji międzynarodowych działających w sferze finansowej. Obecnie wspomniany *Financial Stability Board* przygotował raport, w którym bardzo rzetelnie identyfikuje luki w obrazie statystycznym tego sektora i, co ważne, formułuje konkretne rekomendacje

mające za zadanie wyeliminowania tych luk. Realizacja rekomendacji jest ogromnym wyzwaniem dla władz finansowych krajowych i instytucji międzynarodowych, gdyż tylko skoordynowany wysiłek podjęty w skali międzynarodowej może rozwiązać ten problem. Można spodziewać się oporu ze strony instytucji finansowych, zwłaszcza największych, które, jak starano się pokazać w niniejszym artykule, celowo zmniejszały transparentność funkcjonowania systemu finansowego. Nawet ewentualne wprowadzenie zmian likwidujących dziury w obrazie statystycznym tego sektora nie oznacza, że instytucje biernie się poddadzą i nie będą poszukiwały dróg obejścia tych nowych regulacji.

B i b l i o g r a f i a

- Claessens, S.G, Kose, M.A. i Terrones, M.A. (2009). What Happens During Recessions, Crunches and Busts. *Economic Policy*, 24(60): 655–700, <http://dx.doi.org/10.1111%2Fj.1468-0327.2009.00231.x>.
- CGFS Report (2011). Global Liquidity – Concept, Measurement and Policy Implications. *CGFS Papers*, 45, Bank for International Settlements, November: 1–33.
- Domanski, D., Fender, I. i McGuire, P. (2011). Assessing Global Liquidity. *BIS Quarterly Review*, December: 57–71.
- FSB Report (2009). *The Financial Crisis and Information Gaps*, Report to the G-20 to the Finance Ministers and Central Bank Governors; przygotowany przez IMF Staff and FSB (Financial Stability Board) Secretariat, October 29: 4–26. Pozyskano z: <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf>.
- FSB (2011). *Shadow Banking: Strengthening, Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board; October*. Pozyskano z: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111027a.pdf.
- Kindleberger, Ch, i Aliber, R. (2005). *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. Hoboken, New Jersey: Wiley and Sons, Hoboken, New Jersey.
- Krishnamurthy, A. (2010). How the debt Markets Have Malfunctioned in the Crisis. *Journal of Economic Perspective*, 24(1): 3–28, <http://dx.doi.org/10.1257%2Fjep.24.1.3>.
- MFW (2011). *World Economic Outlook Database*, September. Pozyskano z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/index.aspx>.
- Pozsar, Z. (2008). The Rise and Fall of Shadow Banking System. *Moody Economy com. Regional Financial Review*, July:13–25. Pozyskano z: www.economy.com/sbs.
- Reinhart, C.M. i Rogoff, K.S. (2008). Is the 2007 US Subprime Crisis so Different? An International Historical Comparison. *American Economic Review*, 98(2): 1676–1706, <http://dx.doi.org/10.1257%2Faeer.98.2.339>.
- Reinhart, C.M. i Rogoff, K.S. (2009). *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- Roubini, N. i Mihm, S. (2011). *Ekonomia kryzysu*. Warszawa: Oficyna a Wolters Kluwer business.
- Siwiński, W. (2011). Globalny kryzys gospodarczy i jego implikacje dla polityki pieniężnej. *Master of Business Administration*, 2.
- Sola, P. i Strobbe, F. (2011). Addressing Data Gaps Revealed by the Financial Crisis: ECB Statistics on Holding Securities. w: *Proceedings of the Fifth IFC Conference Basel 25–26 August 2010. IFC Bulletin*, 34: 141–150. Pozyskano z: <http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb34l.pdf>.