

Banki centralne wobec kryzysu

DR MAREK ZWOLANKOWSKI

Nie ma żadnych wątpliwości, że kryzys na amerykańskim rynku subprime jest zjawiskiem wielowymiarowym i dlatego wywołującym wiele pytań. Problem dotyczy nie tylko charakteru przyczyn zaburzeń, lecz także spodziewanych ich skutków



Wylania się następujący dylemat: czy załamanie na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych jest tylko drobnym elementem specyficznych puzzli współczesnego światowego systemu finansowego, czy też ma wymiar globalny? Jeżeli przyjrzeć się dynamice kryzysu, to dwie tezy wydają się niepodważalne. Po pierwsze, struktury systemu finansowego każdego kraju są tak wzajemnie poprzestane, że impuls kryzysu wywołany w dowolnym jego segmencie rozprzestrzenia się łatwo i gwałtownie na dalsze jego części. John Murphy w pracy „Międzyrynkowa analiza techniczna” napisał: „Szybkie środki komunikowania się i postępująca globalizacja powodują, że rynki poszczególnych krajów zbliżają się do siebie tworząc gigantyczną układankę. Każdy rynek odgrywa w niej jakąś rolę”. Po drugie, swoboda przepływów kapitałów i liberalne regulacje sprawiają, że zaburzenia przenoszą się

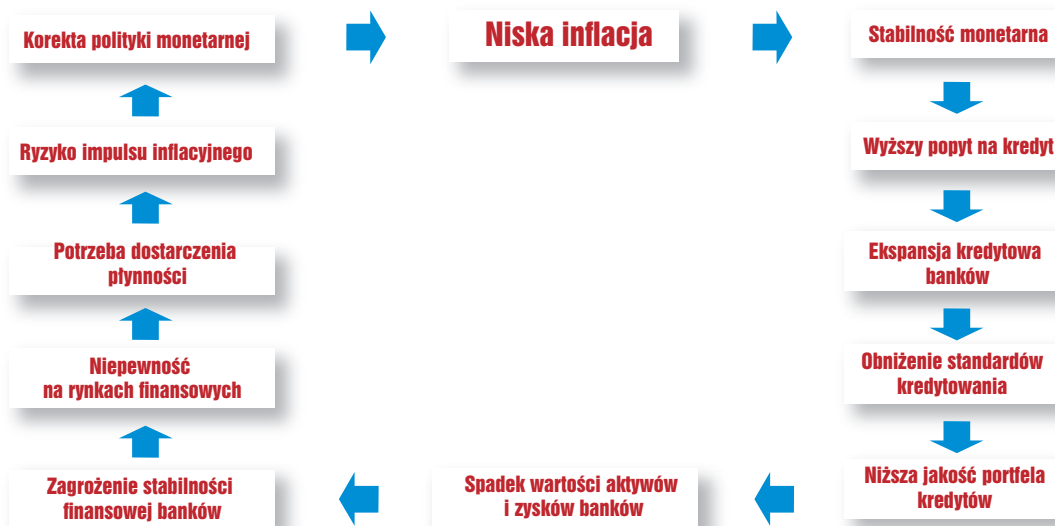
w obrębie struktur światowego systemu finansowego w sposób niekontrolowany i gwałtowny. W związku z tym przywracanie stabilności rynkom finansowym nie jest zadaniem tylko dla banku centralnego kraju bezpośrednio dotkniętego kryzysem.

Erozja portfela

Liberalna polityka kredytowa banków i udzielanie kredytów podmiotom o niższej wiarygodności kredytowej z reguły prowadzi do pogorszenia jakości ich portfela kredytowego. Nie można jednak przewidzieć skali i tempa erozji portfela. W przypadku amerykańskiego rynku kredytów hipotecznych dynamika tego zjawiska okazała się wyjątkowo wysoka.

W latach 2003-2005 udział kredytów subprime w portfelu kredytów hipotecznych ogółem wzrastał

FOT. DREAMSTIME

Kryzys na rynku kredytów subprime a polityka monetarna

Źródło: opracowanie własne autora

umiarkowanie, by w roku 2005 osiągnąć udział 7 proc. Jednak w roku 2006 kredyty subprime wypełniły już 20 proc. całego portfela kredytów hipotecznych. Tempo pogarszania się jakości kredytów subprime było wyjątkowe: po raz pierwszy w historii w okresie krótszym niż jeden rok, 10 proc. nowo udzielonych kredytów trzeba było zakwalifikować do kredytów z przekroczonym terminem płatności. Inwestorzy finansowi są bardzo wrażliwi na takie informacje szczególnie wtedy, gdy w warunkach niestabilności mają mało czasu na zachowania dostosowawcze. Na rynku pojawia się bowiem informacja, którą trzeba zdyskontować natychmiast, gdyż utrata wartości papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych jest pewna i nagle. Spadek wartości sekurytyzowanych papierów wartościowych wywołuje co najmniej dwie reakcje inwestorów finansowych – żądają oni wyższego wynagrodzenia za ryzyko i zmieniają preferencje inwestycyjne, przemieszczając zainteresowanie w stronę rynku amerykańskich obligacji skarbowych. W krótkim terminie wzrost popytu na rynku długu skarbowego prowadzi do wzrostu cen obligacji i ujemnie skorelowanego z nim spadku stóp rentowności amerykańskich papierów skarbowych. W długim terminie preferencje

dla bezpiecznych inwestycji finansowych tłumaczy spadek skłonności inwestorów finansowych do powiększania rozmiaru dźwigni finansowej.

Stabilność systemowa

W tym obszarze należy szukać rzeczywistych zagrożeń dla utraty stabilności przez system finansowy, już nie w jego pojedynczym segmencie, lecz w całości. EBC w ostatnio ogłoszonym raporcie Financial Stability Review (grudzień 2007) przyjmuje następującą definicję systemowej stabilności finansowej: są to takie warunki funkcjonowania systemu finansowego, w których jest on zdolny opierać się wstrząsom. Równocześnie w przypadku pojawienia się nierównowagi systemowej, składowe systemu finansowego, takie jak instytucje finansowe, rynki finansowe oraz elementy infrastruktury potrafią łagodzić ujemne następstwa zaburzeń dla realizacji funkcji pośrednictwa finansowego (które wykonują głównie banki).

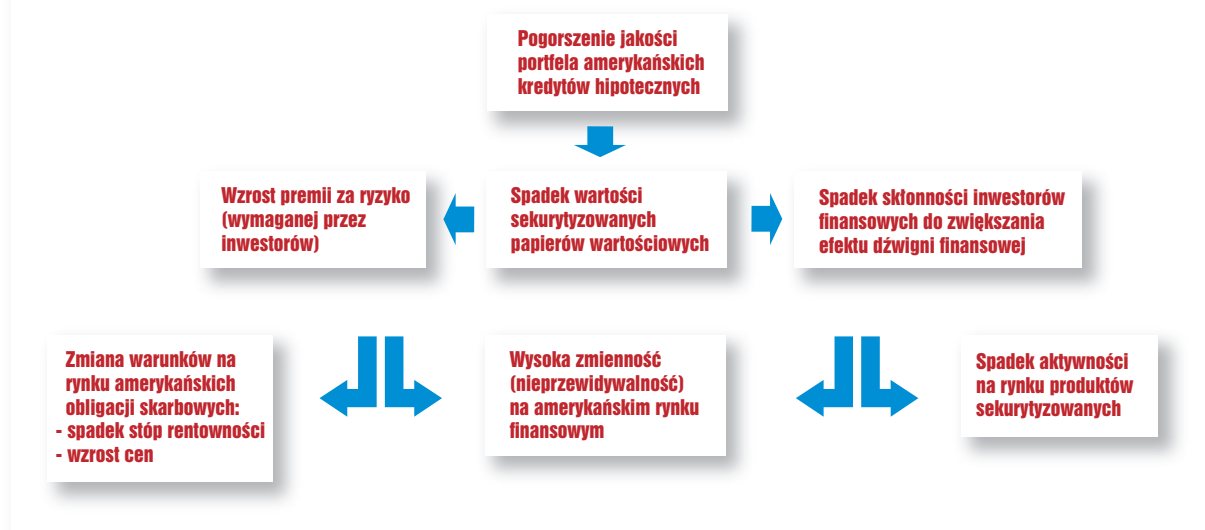
W konkluzji tej definicji stawia się wniosek, że stabilność finansowa jest warunkiem sine qua non przewycięzania zagrożeń dla efektywnej alokacji oszczędności w rentowne inwestycje. Obrona powyższej tezy wymaga analizy dwupłaszczyzno-

Decyzje monetarne EBC w okresie od lutego 1999 do czerwca 2006

Zmiana podstawowej stopy procentowej	Zmiany „małe” (±) 25 pkt. bazowych		Zmiany „duże” (±) 50 pkt. bazowych		Razem	
	FED	EBC	FED	EBC	FED	EBC
Wzrost	22	8	1	2	23	10
Spadek	4	3	9	5	13	8
Razem	26	11	10	7	36	18

Źródło: opracowanie własne autora

Schemat mechanizmu rozprzestrzeniania się skutków kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych



Zródło: opracowanie własne autora

wej. Po pierwsze, należy zdiagnozować prawdopodobieństwo zawiązania się kryzysu bliźniaczego jako powiązanego kryzysu instytucji finansowych i rynków finansowych. W metodologii MFW przeniesienie impulsu kryzysu (bez względu na miejsce powstawania) nie trwa dłużej niż jeden rok. Szczególne zagrożenie dla wyżej zdefiniowanej stabilności ma taki scenariusz rozwoju kryzysu, gdy jego skutki przenoszą się z rynku walutowego do sektora bankowego. Po drugie, należy oszacować prawdopodobieństwo skutecznej misji ratunkowej, którą na tym etapie dynamiki kryzysu finansowego mogą podjąć już tylko banki centralne.

Dwie bańki

Wysoka zmienność na rynku finansowym i spadek aktywności na rynku instrumentów sekurytyzowanych wyznaczają nowe położenie strategiczne banków. Papiery sekurytyzowane stają się niepłynne i nie zmienia tego faktu spadek ich cen. Banki i fundusze inwestycyjne, które wprowadziły do swoich aktywów takie papiery wartościowe stają wobec konieczności stworzenia rezerw na złe aktywa. Brak możliwości restrukturyzacji aktywów może już być zwiastunem kryzysu bankowego. Skalę problemów pogłębia kryzys płynności na rynkach międzybankowych. Pierwszym sygnałem zmiany warunków na rynkach pieniężnych był niespotykany wzrost spreadu (rozpiętości) między trzymiesięczną stawką LIBOR dla USD a stopą rentowności amerykańskich trzymiesięcznych bonów skarbowych (z 0,5 proc. w lipcu do blisko 2,5 proc. 9 sierpnia 2007 roku). Banki z wolnymi saldami płynności, pomimo tak wysokich stóp oprocentowania pożyczek międzybankowych, nie chcą udostępniać swoich nadwyżek płynności, obawiając się niewypłacalności banków-pożyczkobiorców. W dyskusji prowadzonej na łamach „Financial Times” w opisie tego zjawiska postawiono wręcz skrajną tezę: „To w pełni rozwinięty kryzys wypłacal-

ności, który powstał, ponieważ dwie gigantyczne połączone z sobą bańki pękły dokładnie w tym samym czasie – jedna na rynku nieruchomości, druga na rynku kredytów i zepchnęły one inwestorów na krawędź bankructwa”. Jeżeli nie można wykreować płynności w trybie tzw. poziomych więzi rynkowych (pomiędzy bankami komercyjnymi), inicjatywe w funkcji kreatora płynności musi przejąć bank centralny (pionowe regulowanie płynności).

Paradoksy

Bank centralny, regulując płynność finansową, wykonuje operacje otwartego rynku. Podlega on jednak uniwersalnej zależności panującej na każdym rynku – korelacji pomiędzy ilością towaru (płynność w sektorze bankowym) a jego ceną (stopa procentowa). System Rezerwy Federalnej znalazł się w swoich kleszczach – nie mógł dostarczać płynności bankom poprzez obniżanie swojej podstawowej stopy procentowej, gdyż pole operowania tym narzędziem uległo dramatycznemu zawężeniu. Z jednej strony kryzys na rynku kredytów subprime skłaniał Fed do obniżenia stopy procentowej, by zmniejszyć koszt finansowania tych kredytów i powstrzymać falę rozprzestrzeniania się liczby gospodarstw domowych nie wywiązujących się ze swoich zobowiązań. Z drugiej strony jednak, przyspieszenie inflacji (listopadowa inflacja PPI, czyli inflacja cen producentów sięgnęła aż 7,2 proc., czyli najwyższego poziomu od 1981 roku) zmusza do działania w odwrotnym kierunku, czyli podnoszenia stopy procentowej.

Taką sprzeczność szybko odczytali amerykańscy inwestorzy finansowi, którzy odebrali decyzję Fedu z 11.12.2007 o obniżeniu podstawowej stopy procentowej o 25 pkt. bazowych za zmianę zbyt małą, a nawet wyraźnie za małą w stosunku do (oczekiwanej) dyskontowanej zmiany dwa razy większej. W związku z czym następnego dnia szef Systemu Rezerwy Federalnej Ben

Bernanke zapowiedział tzw. bezpośrednie dostarczenie płynności bankom zasilając rynek międzybankowy kontyngentem płynności. Uczestnicy rynku odebrali tę decyzję jako działanie nadzwyczajne, a zatem generujące komunikat o powadze problemu i skali zagrożenia. Powróciły fundamentalne dla efektywnego działania każdego banku centralnego pytania o jego wiarygodność, przejrzystość i niezależność. Współczesne banki centralne są bardzo często atakowane za nadmiar władzy skupionej w jednym ręku. S. Solomon nie przypadkowo w swojej głośnej pracy „Gra o zaufanie” opisuje mechanizm, za pomocą którego to „współcześni bankierzy centralni rządzą globalną gospodarką”. Pojawia się wręcz pewna fundamentalna sprzeczność: im bardziej bank centralny jest skuteczny w swojej funkcji stabilizowania inflacji, tym bardziej musi być „srogi” w walce o stabilność systemu finansowego. Nic lepiej nie oddaje tego paradoksu polityki monetarnej niż kryzys na rynku kredytów subprime. Wynika to ze związku logicznego przedstawionego na schemacie.

Ukazane tam związki prowadzą do wniosku, że niska i kontrolowana inflacja (stabilność monetarna) może doprowadzić do utraty stabilności finansowej. Można to uznać za fundamentalną sprzeczność misji każdego banku centralnego. W planie działalności NBP na lata 2007-2009 osiągnięcie stabilności monetarnej i stabilności finansowej traktuje się jako zadania równej wagi. Wiąże się to z kolejnym paradoksem. Niestabilność na rynkach finansowych pozbawiła banki centralne kontroli nad inflacją, ale i naruszyła „najwyższą wartość ich aktywów”, czyli wiarygodność. Sposób interwencji Fed na rynku pieniężnym w obronie płynności finansowej został źle przyjęty przez rynki finansowe, gdyż stał się znacznym odstępstwem od dotychczasowych praktyk banku centralnego. Bank centralny skuteczny w walce z inflacją to bank, który potrafi „zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne” dzięki przewidywalności i przejrzystości swojej polityki. Można w tym odkryć kolejną sprzeczność pomiędzy koniecznością działania doraźnego (interwencja na rynku pieniężnym),

a potrzebą utrzymania długoterminowej wiarygodności banku centralnego.

Wbrew praktykom

Warto w tym miejscu wrócić do niedawnej przeszłości. Gdy Fed w obawie przed stagnacją w gospodarce amerykańskiej obniżyła główną stopę procentową do jednego procenta, to w rzeczywistości zachowała się wbrew utrwalonym praktykom banków centralnych. Warto przeanalizować decyzje monetarne EBC w okresie od lutego 1999 do czerwca 2006. Analiza obejmuje liczbę zmian „małych” o 25 punktów bazowych i liczbę zmian dużych o 50 punktów bazowych.

Łatwo zauważyć że:

1. Fed i EBC częściej decydowały się na zmiany małe niż duże, co znawcy problematyki polityki monetarnej zgodnie nazywają „niechęcią banków centralnych do zmian dużych”;

2. Zmiany małe dotyczą z reguły wzrostu stóp procentowych, natomiast zmiany duże ich spadku;

3. W przypadku zmian dużych Fed znacznie częściej niż EBC obniżała poziom podstawowej stopy procentowej – ten wniosek warto zestawzić z bezwzględnym poziomem podstawowej stopy Fed w trzech bardzo charakterystycznych okresach: styczeń 2001 – 6 proc., grudzień 2001 – 1,75 proc., czerwiec 2003 – 1 proc.

Nawet biorąc po uwagę fakt że Fed po ataku terrorystycznym z 11.09.2001 roku działała w warunkach nadzwyczajnych (wysokie ryzyko stagnacji i dlatego wyjątkowo głębokie obniżenie podstawowej stopy procentowej), to w porównaniu z praktyką EBC w istocie wywołała efekt „złamania trendu na rynku stopy procentowej”. Naruszyła tym samym szczególną wartość informacji płynącej z rynków finansowych, której inwestorzy nadają sugestywną nazwę „long memory”. Nie można mieć wątpliwości, że działanie Fed wbrew logice „długiej pamięci” musiało nadwyrężyć wiarygodność amerykańskiego banku centralnego. ●

Autor jest pracownikiem Katedry Finansów Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego

Aktualności

■ **Przedstawiciele nowych zarządów PZU i PIU odbyli pierwsze spotkanie dotyczące wzajemnej współpracy. Spółka deleguje swoich pracowników do prac w Izbie. Według prezesa PIU zarząd Izby zostanie uzupełniony o reprezentantów narodowego ubezpieczyciela w maju, podczas walnego zgromadzenia członków Polskiej Izby Ubezpieczeń.**

■ **Grupa AXA postanowiła powołać do życia AXA Bank Europe. Jego głównym zadaniem będzie koordynowanie działalności funkcjonujących dotychczas niezależnie, europejskich banków detalicznych AXA. Będzie się to odbywać w ścisłej współpracy z lokalnymi spółkami ubezpieczeniowymi AXA. Formalnie AXA Bank Europe zostanie utworzony na bazie AXA Bank Belgium. Działalność AXA Bank Europe będzie nadzorował Alfred Bouckaert, członek zarządu AXA, natomiast bezpośrednim szefem banku zostanie Herve Hatt, obecny szef AXA Bank we Francji.**

■ **Grupa Concordia nagrodziła pracowników banków spółdzielczych. W 2007 roku do rywalizacji przystąpiło około 200 banków. Spośród wszystkich pracowników wyłoniono pięciu laureatów, którzy w zależności od zebranego przypisu składki oraz rodzaju sprzedawanego ubezpieczenia zgromadzili w trakcie trwania konkursu największą liczbę punktów. Laureatką została Iwona Tic z Orzesko-Knurowskiego Banku Spółdzielczego.**

■ **Ubezpieczenie strat finansowych, czyli tzw. GAP, to najnowszy produkt towarzystwa ubezpieczeniowego STU Ergo Hestia, wprowadzony wspólnie z firmą Inter-Tur, jako uzupełnienie programu ubezpieczeń pakietowych dla sieci dealerskich Mitsubishi i Nissana. GAP ma na celu pokrycie różnicy pomiędzy wartością fakturową auta sprzedanego w autoryzowanym salonie a odszkodowaniem wypłaconym w ramach polisy autocasco, w razie zniszczenia lub kradzieży pojazdu.**

■ **W Skandii życie TUnŻ do końca lutego potrwa promocja, która jest skierowana do osób zainteresowanych regularnym oszczędzaniem (dotyczy ona programów inwestycyjnych ze składką regularną: Multiportfel Spektrum Plus i Multiportfel Misiek Plus, bez względu na deklarowany okres umowy, wysokość oraz częstotliwość dokonywania wpłat). W pierwszym roku umowy wartość rachunku jednostek funduszy zostanie powiększona dla umów zawartych na okres 15-19 lat – o 4 proc., dla umów zawartych na 20-24 lata – o 7 proc., a dla umów zawartych na okres 25-30 lat o 10 proc.**

Opracowała Małgorzata Dygas