

*Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania UMK
Katedra Ekonomii*

*Michał Moszyński
Anna Stocka*

KRYZYS FINANSOWY W STANACH ZJEDNOCZONYCH A MODEL NADZORU NAD RYNKIEM FINANSOWYM

Zarys treści. Amerykański kryzys finansowy, rozprzestrzeniający się na kolejne kraje świata, stawia w nowym świetle praktykę nadzoru nad rynkiem finansowym, szczególnie tę stosowaną w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. W opracowaniu poddano krytycznej analizie rozwiązania instytucjonalne, stosowane w tych krajach. Uwaga koncentruje się na poszukiwaniu najbardziej efektywnego modelu nadzoru nad rynkiem finansowym.

Słowa kluczowe: nadzór nad rynkiem finansowym, kryzys finansowy.

1. WPROWADZENIE

Kryzys finansowy, który ujawnił się w połowie 2007 roku, zatacza coraz szersze kręgi. Silne powiązania we współczesnej gospodarce światowej ułatwiają przenoszenie wstrząsów pomiędzy rynkami i krajami. Problemy zlokalizowane początkowo w sektorze bankowym z czasem wpływają i na sferę realną – inwestycje, produkcję i zatrudnienie. W obliczu niebezpieczeństwa utraty stabilności przez system finansowy państwo nie waha się udzielić znacznej pomocy zagrożonym bankom. Rządy, banki centralne i instytucje międzynarodowe podejmują skoordynowane działania, mające przywrócić spokój i zaufanie na rynkach. Próbuje zapobiec rozszerzeniu się największego kryzysu na rynkach finansowych od lat 30. XX wieku.

Te burzliwe wydarzenia stanowią dla badaczy pretekst do szukania odpowiedzi na szereg pytań: Jaka była geneza kryzysu? Jakie są kanały jego przeniesienia? Które instytucje są odpowiedzialne za skalę kryzysu? Czy sektorowy, silnie zdecentralizowany model nadzoru nad rynkiem finansowym w USA jest wadliwy? Czy model nadzoru zintegrowanego byłby bardziej efektywny? Co zawiodło: państwo czy rynek?

Celem niniejszego opracowania jest przybliżenie roli nadzoru nad rynkiem finansowym, zwłaszcza w obliczu jego postępującej internalizacji, zacierania się granic pomiędzy jego segmentami oraz kreacji innowacyjnych instrumentów finansowych. Warto w kontekście obecnego kryzysu finansowego zastanowić się, jaka struktura instytucjonalna nadzoru jest najbardziej skuteczna. Kanwą do rozważań stanowi kwestia optymalnego kształtu nadzoru nad współczesnym rynkiem finansowym na przykładzie Stanów Zjednoczonych oraz Wielkiej Brytanii.

W pierwszej części artykułu zostają krótko omówione źródła i przebieg kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych. Następnie uwaga koncentruje się na modelach nadzoru nad rynkiem finansowym, ze szczególnym uwzględnieniem rozwiązań amerykańskich oraz brytyjskich. Przedmiotem dalszej analizy jest porównanie przyjętych w tych krajach modeli nadzoru nad rynkiem finansowym pod kątem przyczyn braku ich reakcji wobec nadmiernie podejmowanego przez instytucje finansowe ryzyka. Opracowanie kończą wnioski.

2. ŹRÓDŁA I PRZEBIEG KRYZYSU

Za jedną z głównych przyczyn kryzysu uznaje się politykę makroekonomiczną prowadzoną w USA przez Zarząd Rezerwy Federalnej. Kiedy na początku 2000 roku pękła bańka spekulacyjna związana z gwałtownym wzrostem spółek z branży informatycznej i pokrewnych sektorów, Fed zdecydowanie obniżył stopę funduszy federalnych – podstawowego instrumentu polityki pieniężnej. U progu 2000 roku wynosiła ona 6,5%, zaś trzy kwartały później już zaledwie 3,5%. W niecały tydzień po zamachach z 11 września 2001 roku, które zasiały wielki niepokój na rynkach, nastąpiły kolejne redukcje ceny pieniądza w USA. Pod koniec 2001 roku kluczowa stopa procentowa wynosiła już zaledwie 1,75% i dalej była obniżana aż w połowie 2003 roku osiągnęła 1%. Ten najniższy od kilku dekad poziom utrzymywano przez ponad rok. Biorąc pod uwagę inflację kształtującą się w tym okresie na poziomie około 2%, okazuje się, że realna stopa procentowa w USA była ujemna przez ponad 2 lata. Tak niski poziom stóp procentowych stanowił podstawowy czynnik napędzający ekspansję kredytów na rynku nieruchomości. Drożące immobilia pozwalały z kolei na zaciąganie coraz to większych długów pod ich zastaw.

Perspektywa historyczna udowadnia, że rynek nieruchomości ma kluczowe znaczenie w generowaniu recesji w USA – zawsze po spadku cen domów następowało spowolnienie całej gospodarki. Fazy wzrostowe na tym rynku trwały przeciętnie około dekady, pewne zdziwienie powinien więc budzić niezachwiany optymizm po niemal piętnastoletnim okresie wzrostu cen. Kredyty hipoteczne były zaciągane nawet przez osoby bez stałych dochodów, nieposiadające pozytywnej historii kredytowej, a zatem i niedające gwarancji ich obsługi. Zarówno kredytobiorcy, jak i kredytodawcy przecenili zdolności spłaty zaciągniętych zobowiązań wobec pogorszenia się sytuacji – wzrostu oprocentowania kredytów opartych na zmiennej stopie (*ARM – Adjustable Rate Mortgage*) i zwiększenia się kosztów utrzymania dłużników – np. wskutek zwwyżki cen energii. Antyinflacyjna seria 17 podwyżek stóp procentowych przez Fed zachwiała zdolnością kredytową wielu płatników, którzy nie mieli szans na refinansowanie kredytów. Spadające ceny nieruchomości zmuszały banki do żądań wcześniejszej spłaty zobowiązań lub podwyższania ich zabezpieczeń.

Zbyt łagodna polityka pieniężna zachęcała podmioty do szukania instrumentów finansowych o wyższej stopie zwrotu, ale i obciążonych wyższym ryzykiem. Banki nie dochowały należytej staranności, prowadząc zbyt liberalną politykę kredytową, omijając procedury oraz koncentrując się zbytnio na zabezpieczeniu kredytów (nieruchomościach), a nie na sytuacji finansowej dłużnika. Doradcy zajmujący się kredytami hipotecznymi mogli bez przeszkód przyznawać je każdemu. Klienci nie rozumieli mechanizmu funkcjonowania zmiennej stopy procentowej, która może spowodować zwiększenie raty kredytu z 500 do 1500 dolarów.

Prosperita na rynku nieruchomości skłaniała banki do ciągłego poszerzania kręgu kredytobiorców. Instytucje, chcąc zdobyć środki na dalszą akcję kredytową, wykorzystywały mechanizm sekurytyzacji kredytów hipotecznych¹. Emitowały różnego rodzaju papiery wartościowe oparte na puli aktywów (*ABS – Asset Backed Security*), do których należały między innymi obligacje *CDO (Collateralized Debt Obligations)*, zabezpieczone przyszłym strumieniem płatności z kredytów hipotecznych. Papiery te nabywali kolejni inwestorzy – banki inwestycyjne, fundusze emerytalne i inwestycyjne. Część *CDO* była utrzymywana w formie pozycji pozabilansowych i finansowana poprzez fundusze *SIV (Structured Investment Vehicles)*. Fundusze te pozyskiwały środki na krótki okres po niskiej stopie procentowej i pożyczaly po wyższej stopie na długie okresy. Instrumenty te stanowiły też bazę dla wielu instrumentów pochodnych. Powstała zatem cała finansowa piramida oparta na jednym filarze – płatnościach biorców kredytów hipotecznych. Filar ten zawiódł.

¹ Więcej o mechanizmie sekurytyzacji: W. Dębski (2008).

Łagodnej polityce pieniężnej Fed towarzyszyła w USA ekspansywna polityka fiskalna, która doprowadziła do powstawania ogromnych deficytów budżetowych, kumulujących się w dług publiczny. O ile administracji prezydenta Clintona udało się wypracować nadwyżkę budżetową pod koniec lat 90., to w latach 2003–2006 wydatki rządu federalnego przekraczały dochody o 400–500 mld dolarów. Gospodarstwa domowe również chętnie się zadłużały, ich konsumpcję wspierał efekt majątkowy związany z dobrą sytuacją na giełdzie – tradycyjnym miejscu lokat środków – i z drożącymi nieruchomościami. Szczególnie silny wzrost zadłużenia gospodarstw domowych w USA, ale i w Wielkiej Brytanii, względem dochodu do dyspozycji notowano po roku 2000. Wysoka skłonność do konsumpcji amerykańskiej gospodarki skutkowałą narastającą nierównowagą w obrotach handlowych z zagranicą (rządu 6% PKB) i rosnącym zadłużeniem zagranicznym. Wielki deficyt na rachunku bieżącym wiąże się z przyrostem zobowiązań amerykańskich rezydentów wobec reszty świata. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna, będąca zestawieniem aktywów i pasywów zagranicznych należących do podmiotów krajowych, sięga niepokojących (minus) 2,5 bln dolarów, a w odniesieniu do PKB – ponad 20%. Oznacza to, że USA stały się dłużnikiem netto wobec reszty świata, a jeszcze w latach 80. saldo to było dodatnie. Obywatele Stanów Zjednoczonych stali się – jak to określa Benjamir Barber, autor „Skonsumowanych” – ofiarami konsumpcyjnego kapitalizmu. „Niepohamowany optymizm popchnął ich do bycia dziećmi, które żądają zaspokojenia wszystkich zachcianek”². Sytuacja makroekonomiczna USA od schyłku dekady lat 90. budziła niepokój ekonomistów i stanowiła dodatkowy czynnik pogłębiający niepewność i wzmacniający kryzys finansowy.

Globalizacja gospodarki oraz międzynarodowe powiązania kapitałowe instytucji finansowych i przedsiębiorstw spowodowały, że skutki kryzysu, który wstrząsnął rynkiem amerykańskim stały się odczuwalne na całym świecie.

Trudności sektora bankowego przyjęły formę spektakularnych upadków znanych banków – brytyjskiego Northern Rock w 2007 roku, a w 2008 roku – amerykańskich Bear Stearns, Lehman Brothers i Washington Mutual. Banki inwestycyjne Goldman Sachs i Morgan Stanley przyjęły status spółek holdingowych regulowanych przez Fed. Poprzez więzi kapitałowe wstrząsy przeniosły się do instytucji europejskich – banku HBOS, Fortis i innych. Jedną z podstawowych dróg transmisji problemów pomiędzy bankami jest znany mechanizm mnożnika kreacji pieniądza, który w wypadku znacznych wypłat środków działa „w drugą stronę”, wielokrotnie zmniejszając aktywa i pasywa systemu finansowego. Możliwe jest powstanie groźnego zjawiska – samospelniającej się przepowiedni – gdy podmioty w obawie o swe lokaty masowo podejmują środki i w efekcie

² A. Masłoń (2008).

doprowadzają banki do upadku. Aby zapobiec panice i eskalacji problemów, banki centralne i rządy prowadzą skoordynowane akcje. W obliczu ewentualnych *runów* na banki władze finansowe szeregu państw podjęły w 2008 roku decyzje o dodatkowych ubezpieczeniach środków zgromadzonych w bankach i dostarczyły płynność do instytucji finansowych. W USA można zaobserwować zmianę podejścia władz – przechodzenie od łagodzenia konkretnych obszarów napięć w kierunku bardziej kompleksowej polityki. Na jej instrumentarium składają się między innymi: pomoc w dostarczaniu płynności bankom i instytucjom powiązanym z bankami, jak dealerom i funduszom rynku pieniężnego, zakupy aktywów w celu uwolnienia bilansów banków z ryzykownych i nie płynnych pozycji, pomoc dla rynku mieszkaniowego (poprzez wsparcie dla Fannie Mae i Freddie Mac – instytucji gwarantujących kredyty hipoteczne), rozszerzenie gwarancji dla depozytów, ograniczenie tak zwanej krótkiej sprzedaży aktywów. Działania te miały na celu powstrzymać gwałtowne spadki kursów akcji na giełdach, stworzyć nowe źródła finansowania i odbudować nadwerżone zaufanie na rynkach. Podobne środki zmuszone były podjąć rządy i banki centralne w krajach europejskich.

3. MODELE NADZORU NAD RYNKIEM FINANSOWYM A KRYZYSY FINANSOWE

Już w przeszłości kryzysy finansowe i ich następstwa dowiodły, iż niemożliwe jest czerpanie korzyści ze zwiększenia efektywności funkcjonowania rynków finansowych bez zapewnienia odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa. Pierwsze działania z zakresu nadzoru nad rynkami finansowymi – a dokładnie nadzoru bankowego – były wprowadzone w wyniku wielkiego kryzysu gospodarczego w latach trzydziestych XX wieku, a wiele inicjatyw nadzorczych wprowadzano w życie w następstwie mniejszych lub większych zawirowań na rynku finansowym. Przykładem takiej sytuacji może być bankructwo Banku BCCI (*Bank of Credit and Commerce International*) w Wielkiej Brytanii w 1991 roku, który prowadził szeroko zakrojoną działalność międzynarodową, a jego skomplikowana struktura organizacyjna uniemożliwiała skuteczne nadzorowanie. W rezultacie przez 15 lat nie podlegał on żadnemu skonsolidowanemu³ nadzorowi i liczne nadużycia finansowe, oszustwa na ogromną skalę nie zostały w odpowiednim czasie ujawnione. Ich skutkiem były wielkie straty deponentów i akcjonariuszy

³ Pojęcie nadzoru skonsolidowanego nie jest tożsame z pojęciem nadzoru zintegrowanego. Pierwszy z nich sprawuje nadzór nie tylko nad danym bankiem, ale także nad podmiotami powiązanymi z nim kapitałowo (m.in. spółki-córki działające w innych krajach). Generalną zasadą jest nadzór ze strony kraju macierzystego, za: Iwanicz-Drozdowska, Jaworski, Zawadzka (2007).

tego banku⁴. Pod wpływem tych wydarzeń w lipcu 1992 roku w ramach Komitetu Bazylejskiego zostało zawarte porozumienie o ujednoczeniu zasad nadzoru nad bankami działającymi na skalę międzynarodową⁵ oraz wprowadzono tak zwaną Dyrektywą *post-BCCI* (95/26/WE) zaakceptowaną przez Parlament Europejski i Radę Unii Europejskiej w dniu 29 czerwca 1995 roku w sprawie wzmocnienia nadzoru ostrożnościowego⁶.

Występująca w ostatnich latach tendencja do deregulacji procesów gospodarczych przybrała zbyt szeroki zakres, szczególnie w odniesieniu do rynku finansowego. To właśnie uchybieniem w zakresie nadzoru korporacyjnego i bankowego można przypisać eskalację obecnego kryzysu finansowego. Teorie skrajnie liberalne oraz instytucje nadzoru całkowicie zawiodły. Należy jednoznacznie podkreślić, iż banki nie zostały objęte należyтым nadzorem, który powinien ostrzegać i zapobiegać coraz bardziej ryzykownym praktykom.

W wielu krajach, nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale również w Europie, popełniono liczne błędy, począwszy od polityki makroekonomicznej, zbyt niskich wymogów kredytowych, a skończywszy niedoinformowaniu organów nadzorczych o sytuacji finansowej banków. Warto w tym kontekście zastanowić się, dlaczego organy nadzorcze zawiodły. Jak dotąd praktyka międzynarodowa nie wypracowała optymalnego modelu nadzoru nad sektorem finansowym. Dostępne dane nie pozwalają jednoznacznie przesądzić o wyższości którejkolwiek z instytucjonalnych form nadzoru – sektorowej, częściowo zintegrowanej czy też całkowicie zintegrowanej. Wynika to przede wszystkim z trudności pomiaru efektów ich funkcjonowania. Każda z nich prezentuje odmienne podejście do rynku finansowego.

Podstawą całkowicie zdecentralizowanego modelu sektorowego jest podział systemu finansowego według formy prawnej podmiotów – rodzaj instytucji nadzorującej zależy od sektora, do którego przypisana jest dana instytucja. W ten sposób niezależne instytucje nadzorują poszczególne sektory rynku finansowego – bankowy, ubezpieczeniowy oraz rynek papierów wartościowych.

Z kolei zintegrowany model nadzoru obejmuje swoim zasięgiem wszystkie podmioty działające na rynku finansowym oraz podmioty z nimi powiązane, niekoniecznie świadczące usługi finansowe. Jego istota polega na tym, iż jedna instytucja nadzorcza ponosi odpowiedzialność za nadzór całego rynku finansowego. Najprościej rzecz ujmując, nadzór zintegrowany sprowadza się do połączenia

⁴ Oręziak (2006).

⁵ Na mocy tego porozumienia banki takie podlegają nadzorowi ze strony władz kraju macierzystego (kraju głównej siedziby banku), a władze nadzorcze innych krajów mogą ograniczyć operacje danego banku na swym terytorium, jeśli uznają, że nie podlega on skutecznemu nadzorowi, za: *ibidem*.

⁶ *Ibidem*.

wszystkich instytucji nadzorczych w jedną instytucję nadzorującą cały rynek finansowy.

Oczywiście, sama struktura instytucjonalna nadzoru nie może zagwarantować bardziej efektywnego nadzoru. Jednak po spełnieniu pewnych warunków może przyczynić się do jego usprawnienia. Instytucjonalna struktura tych organów odgrywa znaczną rolę, ponieważ:

- wpływa na całkowitą efektywność regulacji i nadzoru,
- określa instytucje odpowiedzialne za poszczególne obszary rynku (aspekt rywalizacji różnych instytucji i sporów kompetencyjnych),
- określa cele nadzoru i regulacji,
- determinuje poziom kosztów regulacji (potencjalne korzyści skali i zakresu),
- określa zakres regulacji (możliwość pokrywania się regulacji lub występowania luk kompetencyjnych),
- może stwarzać ryzyko arbitrażu regulacyjnego,
- determinuje sposób społecznego odbioru i wiarygodność⁷.

4. SEKTOROWY NADZÓR FINANSOWY W STANACH ZJEDNOCZONYCH

W Stanach Zjednoczonych każdy z sektorów rynku finansowego (sektor bankowy, ubezpieczeniowy oraz papierów wartościowych) posiada odrębny nadzór.

Uprawnienia do licencjonowania, regulowania i nadzorowania banków mają zarówno władze federalne (ogólnokrajowe), jak i stanowe (lokalne). Amerykański system bankowy jest zaliczany do najbardziej zdecentralizowanego na świecie. Złożoność systemu finansowego tego kraju oraz zróżnicowanie regulacji prawnych spowodowały, że nadzór nad instytucjami sektora bankowego sprawuje kilka instytucji rządowych. W zależności od rodzaju instytucji depozytowej może ona być regulowana i nadzorowana przez kilka organów, zarówno na poziomie stanowym, jak i federalnym.

W Stanach Zjednoczonych aż pięć instytucji nadzoruje sektor bankowy: Biuro Kontrolera Waluty⁸ (*The Office of the Controller of the Currency, OCC*), System Rezerwy Federalnej (*The Federal Reserve System, Fed*), Federalna Korporacja ds. Ubezpieczenia Depozytów (*The Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC*), Biuro Nadzorujące Instytucje Depozytowo-Kredytowe (*The Office of*

⁷ Llewellyn (2006).

⁸ Nazwa Kontroler Waluty jest używana od czasów pierwszej ustawy o banku narodowym z 1864 r. (*National Bank Act of 1864*), kiedy Kontroler pełnił funkcję kontroli monetarnej.

Thrift Supervision) oraz Narodowa Administracja Unii Kredytowych (*National Credit Union Association*, NCUA).

Biuro Kontrolera Waluty jest głównym organem nadzoru dla banków krajowych i federalnych oddziałów banków zagranicznych, posiadających licencje federalną i mogących działać w skali całego kraju.

System Rezerwy Federalnej sprawuje nadzór nad bankami stanowymi, będącymi członkami Fed oraz ich zagranicznymi filiami i oddziałami. Nie udziela on licencji na prowadzenie działalności bankowej. System Rezerwy Federalnej ma wyłączne prawo do nadzorowania holdingów bankowych i finansowych oraz ich oddziałów zagranicznych. Fed działa w porozumieniu z innymi władzami federalnymi i stanowymi w celu zapewnienia bezpieczeństwa i płynności instytucji finansowych oraz zgodności z przepisami dotyczącymi ochrony praw klientów.

Federalna Korporacja ds. Ubezpieczenia Depozytów została powołana w 1933 roku w wyniku reakcji na masowe upadki banków w latach dwudziestych i na początku 30. XX wieku. Jej zadaniem jest zapewnienie stabilności i społecznego zaufania do krajowego systemu finansowego poprzez ubezpieczanie depozytów, a także badanie i nadzorowanie działalności instytucji finansowych.

Z kolei *The Office of Thrift Supervision* nadzoruje instytucje depozytowo-kredytowe (tzw. *thrifts* są to banki oszczędnościowe i związki oszczędnościowo-kredytowe), których główna działalność sprowadza się do udzielania kredytów hipotecznych.

Narodowa Administracja Unii Kredytowych jest niezależną agencją rządową, która licencjonuje, nadzoruje federalne unie kredytowe, a także gwarantuje złożone w nich depozyty. Zarządza ona funduszem *National Credit Union Share Insurance Fund* (NCUSIF)⁹, który gwarantuje depozyty do 100 000 USD dla osób indywidualnych, natomiast w przypadku rachunków emerytalnych do 250 000 USD. Z kolei stanowe unie kredytowe, licencjonowane przez władze stanowe, podlegają jedynie nadzorowi *National Credit Union Association* i nie muszą być ubezpieczone w NCUSIF.

W celu zapewnienia jednolitych zasad, standardów i formularzy raportów dla badań instytucji finansowych przez OCC, Fed, FDIC, OTS oraz NCUA powołano w 1978 roku Radę Kontroli Federalnych Instytucji Finansowych. Rada jest formalnym ciałem uprawnionym do tworzenia rekomendacji w celu promowania jednolitych reguł nadzoru nad instytucjami depozytowymi. Tworzą ją: Kontroler Waluty, Gubernator Zarządu Rezerwy Federalnej nominowany przez Przewodniczącego Zarządu Fed, Przewodniczący FDIC, Dyrektor OTS, Przewodniczący NCUA.

⁹ Instytucja ta stanowi odpowiednik FDIC dla banków.

Nadzór nad rynkiem papierów wartościowych sprawują trzy instytucje. Głównym celem pierwszej z nich – Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (*U.S. Securities and Exchange Commission*, SEC) – utworzonej w 1934 roku przez Kongres USA – jest zapewnienie ochrony inwestorów oraz utrzymanie stabilności i integralności rynków papierów wartościowych.

Drugą instytucją to Amerykańska Komisja ds. Obrotu Towarowymi Kontraktami Terminowymi (*US Commodity Futures Trading Commission*, CFTC), która reguluje rynek towarowych kontraktów terminowych i opcyjnych. Głównym zadaniem Komisji jest zwiększanie konkurencyjności i efektywności rynków futures i opcji oraz ochrona uczestników rynku przed manipulacjami, nadużyciami i defraudacjami.

Trzecim organem nadzorczym sektora kapitałowego jest Rada Regulacyjna ds. Komunalnych Papierów Wartościowych (*Municipal Securities Rulemaking Board*, MSRB). Celem utworzonej przez Kongres USA w 1975 roku Rady było opracowanie zasad dotyczących regulowania działalności firm i banków zaangażowanych w ubezpieczanie emisji i obrót miejskimi papierami wartościowymi.

Sektor ubezpieczeniowy podlega stanowym urzędом regulacji ubezpieczeń. Ciałem koordynującym ich działalność jest Krajowe Stowarzyszenie Komisarzy Ubezpieczeniowych (*National Association of Insurance Commissioners*, NAIC). Skupia ono regulatorów z 50 stanów, Dystryktu Kolumbia oraz czterech amerykańskich terytoriów zagranicznych. Stowarzyszenie Komisarzy stanowi forum dla opracowywania jednolitych praktyk regulacji rynku ubezpieczeń.

5. ZINTEGROWANY NADZÓR FINANSOWY W WIELKIEJ BRYTANII

Rozwiązania brytyjskie stanowią klasyczny przykład zintegrowanego nadzoru finansowego. Urząd Regulacji Rynków Finansowych (*Financial Services Authority*, FSA), powołany 1 grudnia 2001 roku, jako niezależna pozarządowa organizacja, przejął funkcję instytucji regulującej i nadzorującej wszystkie segmenty rynku finansowego:

- sektor oszczędnościowych kas budowlanych (*Building Societies Commission*),
- fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe i fundusze inwestycyjne, np. *Friendly Societies Commission*, *Investment Management Regulatory Organisation*, *Personal Investment Authority*, *Register of Friendly Societies* oraz

- rynek papierów wartościowych i instrumentów pochodnych (*Securities and Futures Authority*)¹⁰.

FSA jest spółką z ograniczoną odpowiedzialnością, finansowaną z funduszy nadzorowanych podmiotów, która podlega Ministerstwu Skarbu Państwa, a więc i Parlamentowi.

Ustawowymi celami Urzędu Regulacji Rynków Finansowych są: utrzymywanie stabilności systemu finansowego, upowszechnianie wiedzy o systemie finansowym, ochrona konsumentów oraz zapobieganie przestępstwom finansowym. Osiąganie tych zamierzeń ułatwiają ustanowione przez FSA zasady pomocnicze, określane jako *principles of good regulation*, takie jak:

- skuteczność i oszczędność – użytkowanie zasobów w jak najbardziej efektywny sposób,
- proporcjonalność – restrykcje nakładane na poszczególne branże muszą być adekwatne do oczekiwanych korzyści z ich wprowadzenia,
- innowacje – stworzenie warunków sprzyjających wprowadzaniu innowacyjnych produktów i rozwiązań na rynku,
- międzynarodowy charakter – współpraca z zagranicznymi urzędami nadzorczymi, uzgadnianie międzynarodowych standardów oraz efektywne monitorowanie globalnych firm i rynków,
- odpowiedzialność kadry kierowniczej za działania firmy i przestrzeganie wymagań regulacyjnych – zobowiązanie kierownictwa do odpowiedniego zarządzania ryzykiem i kontrolowania własnej firmy,
- konkurencja – minimalizowane niekorzystnych efektów działań regulacyjnych wpływających na konkurencję.

6. OCENA DZIAŁANIA SYSTEMÓW NADZORU W ŚWIETLE KRYZYSU

System nadzoru finansowego w Stanach Zjednoczonych działał efektywnie przez kilkadziesiąt lat. Jednak w ostatnim okresie, wraz z rozluźnieniem polityki kredytowej i brakiem odpowiedniej oceny ryzyka, okazało się, że sektorowi nadzorcy zupełnie nie kontrolują tego, co dzieje się na rynkach finansowych.

System nadzoru oddzielnie rozpatrujący trzy sektory rynku finansowego – bankowość, giełdę i ubezpieczenia – już dawno przestał odzwierciedlać rzeczywistość. Wystarczy choćby wspomnieć o tym, jak łatwo jest przenosić ryzyko między poszczególnymi sektorami finansowymi. Na szybką dezaktualizację modelu sektorowego wpływają ponadto: wzrastająca złożoność działalności finansowej

¹⁰ Szczepańska, Sotomska-Krzysztofik, Pawliszyn, Pawlikowski (2004).

(konglomeraty finansowe), rosnąca internacjonalizacja usług finansowych oraz zmieniający się profil ryzyka firm finansowych związana z innowacjami finansowymi – instrumentami transferującymi ryzyko i hybrydowymi produktami finansowymi. Współcześnie kredyty, papiery wartościowe i polisy ubezpieczeniowe powinny być traktowane jako produkty dotyczące jednej kategorii – ryzyka cenowego (*price risk*). Coraz większa liczba sposobów „pakowania, przepakowywania i transferowania ryzyka”¹¹ utrudnia odróżnienie poszczególnych rodzajów ryzyka, a co się z tym wiąże – odpowiednie nim zarządzanie.

Wprowadzenie całkowicie zintegrowanych struktur nadzorczych, obejmujących wszystkie sektory rynku finansowego, pozwala szybciej reagować na zmiany zachodzące w obrębie rynku finansowego. Rozwiązanie to – zdaniem jego zwolenników – pozwala zwiększyć przepływ i szybkość przekazywania informacji oraz koordynować działania w ramach systemu nadzoru nad instytucjami finansowymi, działającymi w różnych segmentach rynku finansowego. Ułatwia też lepsze zrozumienie i monitorowanie ryzyka finansowego, przenoszonego pomiędzy pośrednikami finansowymi oraz różnymi częściami rynku. Umożliwia wreszcie traktowanie ryzyka w sposób zestandaryzowany, niezależnie od tego, gdzie to ryzyko powstaje i w jakim podmiocie.

Zwolennicy zintegrowanego nadzoru argumentują ponadto, iż jego ustanowienie pozytywnie wpływa na szybsze i skuteczniejsze reagowanie na nowe produkty i usługi finansowe (niwelowanie luk kompetencyjnych), na unikanie „obszarów tak zwanej ziemi niczyjej”¹², którymi nadzorcy sektorowi nie są w stanie się zająć, bo wykraczają poza zakres ich kompetencji. Spójność regulacji dla całego rynku przyspiesza proces stałego dostosowywania przepisów wobec postępującej ewolucji systemu finansowego. Ponadto ułatwia wyszukiwanie istotnych dla rynku finansowego obszarów, które pozostają poza państwowym nadzorem. Umożliwia wszechstronną ocenę czynników wpływających na całość systemu finansowego, redukcję arbitrażu regulacyjnego oraz maksymalizację efektów skali i zakresu. Niestety, te potencjalne zalety, jak pokazuje praktyka, nie zawsze są możliwe do osiągnięcia.

Zintegrowana struktura instytucjonalna nadzoru FSA w Wielkiej Brytanii przez wiele lat była traktowana jako modelowa – aż do czasu obecnego kryzysu finansowego. Pomimo nowoczesnej, zintegrowanej formy organizacji oraz przyjęcia wielu ważnych dla jej funkcjonowania zasad, nadzór w tym kraju okazał się nieefektywny. Nadzór bankowy w Wielkiej Brytanii – o wiele silniejszy niż w USA – nie uchronił państwa przed koniecznością finansowego wspierania kluczowych banków komercyjnych na niespotykaną dotąd skalę.

¹¹ Masciandaro (2007).

¹² Jaworski, Kurasz (2007).

Zdaniem wielu obserwatorów to właśnie istniejący w Wielkiej Brytanii rozdział polityki monetarnej i nadzoru bankowego nie zdał egzaminu¹³. Krytycy brytyjskiej *Financial Services Authority* oskarżają ją o zbyt nieefektywne działania. Instytucja ta miała przecież „prowadzić prewencję i wysyłać sygnały wczesnego ostrzeżenia”¹⁴. Przypadek banku Northern Rock – pierwszej od 150 lat paniki bankowej w Wielkiej Brytanii – wykazał słabości stosowanych rozwiązań. Problemy wystąpiły na styku obszarów odpowiedzialności nadzoru banku centralnego oraz ministerstwa finansów. Zerwanie silnych powiązań nadzoru i banku centralnego naraziło tę drugą instytucję na ryzyko zbyt późnej reakcji w przypadku pojawienia się zagrożenia.

Okazuje się zatem, że winy za powstanie kryzysu finansowego nie można przypisać wyłącznie ekspansywnej polityce fiskalnej i pieniężnej, utracie zaufania inwestorów, sztuczkom finansowym, kreatywnej księgowości czy zwykłym oszustwom. Pewien margines patologicznych zjawisk stanowi przecież nieodłączny element działalności gospodarczej, której przyświeca maksymalizacja zysku. Ważną, jeśli nie kluczową, rolę odegrało promowanie błędnych koncepcji gospodarczych i deregulacyjnych. Samoregulacja rynków okazała się mrzonką. Wolny rynek bez odpowiedniego nadzoru państwowego doprowadził do zachwiania proporcji pomiędzy odpowiedzialnością a chęcią osiągnięcia zysku. Zarówno przepisy prawa, jak i etyka biznesowa okazały się niewystarczające, aby zapobiec rozszerzającym się anomaliami. Za znamienne można uznać słowa A. Greenspana, byłego wieloletniego szefa Fed, który samokrytycznie przyznał, że „popęłnił błąd, zakładając, iż organizacje, zwłaszcza banki, będą zdolne najlepiej chronić własnych udziałowców i ich kapitał – i to we własnym interesie”¹⁵.

W kontekście utraty zaufania Greenspana w samoregulację rynku warto zwrócić uwagę na usytuowanie dwóch elementów pozapaństwowej kontroli instytucji finansowych, mianowicie komisji nadzorczych i agencji ratingowych. Komisje nadzorcze, stanowiące podmiot kontroli wewnętrznej (*audit committee*), mają nadzorować bieżącą pracę zarządu. W amerykańskich spółkach w skład komisji audytowych mogą wchodzić członkowie zarządu. Łączenie tych stanowisk na pewno nie sprzyja efektywnej kontroli¹⁶. Agencje ratingowe – podmiot kontroli

¹³ FSA odpowiada za nadzór nad poszczególnymi bankami, Bank Anglii – za finansową stabilność systemu bankowego, dla banków jest kredytodawcą ostatniej szansy, Ministerstwo Finansów decyduje o ewentualnym zaangażowaniu pieniędzy publicznych w sytuacji zagrażającej stabilności systemu bankowego.

¹⁴ Solarz (2007).

¹⁵ Stenogram z przesłuchania przed Komisją ds. Nadzoru i Rządowych Reform Izby Reprezentantów z 23.10.2008, <http://oversight.house.gov> (data dostępu: 6.11.2008).

¹⁶ W przypadku upadłego banku Lehman Brothers wszyscy czterej członkowie *audit committee* zasiadali w zarządzie. Informacja za: www.lehman.com (data dostępu: 6.11.2008).

zewewnętrznej – również nie działały dość sprawnie. Nie dostrzegły problemów drzemiących w bilansach sprawdzanych banków. Może źródłem problemu jest fakt, że ich usługi są tak drogie? Czy firma ratingowa zaryzykuje utratę klienta, wystawiając mu negatywną ocenę? Z drugiej strony – złożoność operacji prowadzonych przez kontrolowane podmioty nie ułatwia oszacowania ryzyka i zachęca do przyznania dobrej noty, jeśli od strony formalnej i księgowej wszystko jest zgodne ze stosowanymi procedurami i formułami ocen.

7. PODSUMOWANIE

Rosnący stopień integracji współczesnej gospodarki utrudnia poszczególnym krajom pełną izolację od negatywnych wstrząsów. Nawet jeśli gospodarka opiera się na zdrowych podstawach, a polityka makroekonomiczna prowadzona jest prawidłowo, nie można się całkowicie zabezpieczyć przed konsekwencjami cudzych błędów¹⁷.

W tak powiązanim świecie decydenci ponoszą jeszcze większą odpowiedzialność za prowadzoną przez siebie politykę ekonomiczną. Niewystarczający nadzór nad rynkiem finansowym prowadzi do niebezpiecznych zachowań podmiotów w sferze pieniężnej i kredytowej, co z czasem może wymknąć się spod kontroli i przybrać formę groźnego kryzysu. Nie wystarczy w takiej sytuacji ograniczone zaangażowanie rządu (np. w postaci wpompowania na rynek finansowy miliardów dolarów), ale potrzebny jest stały, odpowiedni do stopnia rozwoju rynku finansowego, nadzór.

W obliczu dynamicznych zmian, jakim podlega cała gospodarka światowa, a rynek finansowy w szczególności, celowy wydaje się postulat, by instytucje nadzorcze ewoluowały razem z nimi. Wzajemne przenikanie sektorów bankowego, ubezpieczeniowego i kapitałowego, w tym również ich produktów i instrumentów staje się coraz silniejsze. Powstaje szereg instrumentów i produktów, które przekraczają tradycyjne granice segmentów rynku finansowego, co utrudnia nadzór urzędów wyspecjalizowanym w kontroli odrębnych części tego rynku. Być może to właśnie zdecentralizowana, sektorowa struktura amerykańskiego nadzoru stanowi jeden z czynników, który doprowadził do powstania kryzysu. Z drugiej strony zintegrowany model brytyjski także nie okazał się strukturą optymalną. Tutaj również władze nadzorcze oraz monetarne nie zareagowały odpowiednio szybko na zbyt ryzykowne zachowanie banków. Lapidarnie można więc skonstatować: gdy zawodzi państwo, zawodzi i rynek.

¹⁷ Najlepszym przykładem jest wystąpienie w październiku 2008 r. problemów z płynnością w polskim sektorze bankowym, który – w porównaniu do instytucji amerykańskich – wykazuje minimalny udział „złych kredytów”.

Kryzys finansowy pokazał, że po okresie rozluźnienia wymagań nadzorczych nieodzowna jest reforma światowego systemu finansowego. Skuteczne, bardziej rygorystyczne regulacje prawne, ściślejsza kontrola zewnętrzna, zmiany w zarządzaniu ryzykiem oraz odbudowa nadwężonego zaufania tworzą konieczne filary do przywrócenia równowagi w światowym systemie finansowym. Brak nadzoru w Stanach Zjednoczonych, podobnie jak na przełomie lat 20. i 30. ubiegłego wieku, doprowadził do kryzysu. Niedostateczna regulacja rynku spowodowała zachwianie systemu wolnorynkowego. Dla przywrócenia przejrzystości rynku niezbędne jest bardziej zdecydowane egzekwowanie pewnych jasno określonych ograniczeń dla jego uczestników oraz uwzględnienie nawet takich rodzajów ryzyk, których prawdopodobieństwo pojawienia się jest niskie, ale skutki wystąpienia mogłyby być fatalne. Dotychczasowy model biznesowy banków powinien ulec modyfikacji głównie poprzez szersze przestrzeganie zasad etyki biznesowej oraz zwiększanie stopnia transparentności działania, nawet kosztem zahamowania pewnych innowacji finansowych. Należy przy tym pamiętać, że ewentualna ściślejsza regulacja nie może zaprzeczać idei wolnego rynku. Rolą państwa jest tworzenie reguł gry i troska o ich przestrzeganie, a nie – zastępowanie graczy.

W obliczu kryzysu finansowego dla Polski, kraju coraz bardziej związanego z globalną gospodarką, można wyciągnąć kilka wniosków. Po pierwsze – w obszarze regulacji rynku finansowego należy wprowadzać takie przepisy prawne, które byłyby spójne ze stopniem rozwoju tego rynku. Instytucje nadzoru oraz regulatorzy odgrywają w tym zakresie kluczową rolę. Zdrowy sektor finansowy stanowi bowiem niezbędny warunek szybkiego rozwoju. Nawet jeśli kryzys nie omija małych krajów, to tylko te ze zdrowymi fundamentami przejdą przez niego znacznie łagodniej. Paradoksalnie, kraje będące kolebką największych potęg finansowych nie muszą stanowić wzorca do naśladowania. Po drugie – z uwagi na szereg różnic instytucjonalnych pomiędzy krajami – nie istnieje uniwersalny model nadzoru, który mógłby być uznany za optymalny w każdych warunkach. Sama zintegrowana struktura – pomimo wielu zalet – nie gwarantuje efektywności nadzoru. System nadzoru należy projektować, mając na uwadze specyficzne uwarunkowania każdego kraju. W tym kontekście nie można jednoznacznie poprzeć lub odrzucić zintegrowanego modelu nadzoru przyjętego w Polsce. I wreszcie – w obliczu globalnego kryzysu finansowego – niezbędne staje się podjęcie współpracy między instytucjami dbającymi o bezpieczeństwo finansowe wielu krajów, m.in. banków centralnych, instytucji nadzoru finansowego, regulatorów. Osiągnięcie pozytywnych rezultatów wymaga efektywności oraz transparentności działania tych instytucji – niezależnie od przyjętego modelu organizacyjnego.

LITERATURA

- Dębski W. (2008), *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, WN PWN, Warszawa.
- Iwanicz-Drozdowska M., Jaworski W.L. (2007), Zawadzka Z., *Bankowość. Zagadnienia podstawowe*, Poltext, Warszawa.
- Jaworski M., Kurasz K. (2007), *KNF: Gotowi do wchłonięcia nadzoru*, „Gazeta Prawna”, 1.08.
- Llewellyn D.T. (2006), *Institutional structure of financial regulation and supervision: the basis issues*, The World Bank seminar *Aligning Financial Supervisory Structures with Country Needs*, Washington, 6–7 June.
- Masciandaro D. (2007), *Divide et impera: Financial supervision unification and central bank fragmentation effect*, „European Journal of Political Economy”, nr 2.
- Masłoń A. (2008), *Skończył się festiwal konsumpcji*, „Dziennik”, 27.10.
- Oręziak L. (2006), *Bank Anglii jako bank centralny Wielkiej Brytanii*, „Bank i Kredyt”, nr 8.
- Solarz J. K. (2007), *Za, a nawet przeciw*, „Bank”, nr 10.
- Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M., Pawlikowski A. (2004), *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej na przykładzie wybranych krajów*, NBP, „Materiały i Studia”, nr 173.

US FINANCIAL CRISIS AND THE MODEL
OF FINANCIAL MARKET SUPERVISION

A b s t r a c t. Financial crisis which has its origin in the American housing market spreads over the whole US financial system and, by the contagious effect, has reached European monetary institutions and threatened economic growth in many countries. This chain of events sheds a new light on functioning of financial regulations and authorities. The main aim of the article is to explore the role of financial market supervision in the US and the UK in the face of the crisis. The authors try to find the sources of the weak reactions of the authorities, central banks, rating agencies and banks itself, to the danger signals.

In the first part of the paper the sources of the crisis and the process of dissemination are presented, then the attention is focused on the different models of financial market supervision applied in developed countries. The comparisons of American and British models and the reasons for their insufficient response to moral hazard in the financial system are subjects of subsequent consideration. The core conclusion drawn from the analysis is that the crisis results from regulatory failure to guard against excessive risk-taking in the financial system, especially in the US. Furthermore, it is very hard or even impossible to project an optimal and universal architecture of financial market supervision.

K e y w o r d s: financial market supervision, financial crisis.

