

TOMASZ NIEBORAK

## **GLOBALNY KRYZYS FINANSOWY – ISTOTA, PRZYCZYNY, KONSEKWENCJE**

### **I. WPROWADZENIE**

Rozważania na temat wydarzeń ostatnich lat, które zachwiały fundamentami światowej gospodarki, warto rozpocząć od myśli Woltera, który powiedział, iż „uczony zna dobrze wartość pieniądza, ale bogaty nie zna wartości wiedzy”. Słowa te i dziś nie straciły na swej aktualności, szczególnie w okresie, gdy świat boryka się ze skutkami kryzysu. Kryzysu, do którego przyczyniły się nie tylko nadmierna chciwość i zaburzona ocena ryzyka finansowego, ale także brak elementarnej wiedzy na temat konsekwencji poszczególnych inwestycji oraz rozwiązań instytucjonalnych.

Wydarzenia – określane mianem największego kryzysu rynków finansowych od lat 30. XX w., wywołały dyskusję na temat możliwych przyczyn tego zjawiska i sposobów walki z nim. Prowadzona debata była niezwykle dynamiczna i wielowątkowa. Zabrali w niej głos przedstawiciele wielu gałęzi nauki: ekonomii, prawa, a także socjologii i psychologii. Należy w tym miejscu podkreślić, że owa różnorodność źródeł prezentowanych poglądów jest niezwykle ważna i stanowi potwierdzenie tezy o zmieniającym się kształcie współczesnych rynków finansowych, dla których zrozumienia nie wystarczy już tylko wiedza ekonomiczna czy prawnicza. Analiza omawianych wydarzeń nasuwa wiele wątpliwości oraz pytań. Dotyczą one między innymi sytuacji, w której instrumenty finansowe nieposiadające swej materialnej formy (i niezrozumiałe dla większości podmiotów w nie inwestujących) są w stanie zachwiać podstawami gospodarki całego współczesnego świata. Jak to możliwe, że sytuacja materialna przeciętnego Amerykanina, który zaciągnął kredyt hipoteczny, wpływa na gospodarkę Niemiec, Polski czy też Łotwy? Czy owa reakcja łańcuchowa jest tylko zbiegiem okoliczności? Dlaczego mimo istnienia organów nadzoru, międzynarodowych instytucji finansowych, a także stosownych przepisów, doszło do wspomnianych wydarzeń?

Niniejszy artykuł stanowi głos w dyskusji dotyczącej powyższych, wybranych problemów współczesnych finansów, a obejmuje problematykę: 1) najistotniejszych elementów procesu globalizacji i jego wpływu na przepisy normujące rynki finansowe, 2) tzw. nowej architektury finansowej, 3) analizy podstawowych przyczyn kryzysu kredytów *subprime* ze szczególnym uwzględnieniem jego mechanizmu, 4) propozycji zmian, w tym przede wszystkim prawnych, mających na celu doprowadzenie do przywrócenia stabilności rynku, między innymi poprzez zmianę jego struktur nadzorczych.

## II. GLOBALIZACJA RYNKÓW FINANSOWYCH

Kryzys, z którym mamy obecnie do czynienia, zdarza się raz na sto lat. Jeszcze kilkanaście miesięcy temu kwoty kilku bilionów dolarów zasilających rynek wydawały się zagadnieniem z zakresu fikcji. Przeciętnemu człowiekowi trudno było wyobrazić sobie taką sumę pieniędzy. Dla ułatwienia podać należy, iż PKB świata – szacowany jest na około 52 biliony dolarów. Ale i ta kwota wydaje się znikoma, gdy porówna się ją z szacowaną wartością wszystkich wyemitowanych na świecie pochodnych instrumentów finansowych, z których część przyczyniła się do wywołania kryzysu. A kwota ta to około 600 bilionów dolarów, a więc 12-krotność światowego PKB.

Czy wobec tych kwot suma kilku bilionów dolarów przeznaczonych dotychczas na ratowanie światowych finansów traktowana powinna być jak lekarstwo, czy raczej jako placebo? Za K. Rybińskim można powiedzieć, że raczej jako to drugie, gdyż bez światowego systemu regulacji oraz sposobów zarządzania światowymi rynkami finansowymi trudno mówić o trwałej ich stabilności. Dlatego szczególną uwagę należy zwrócić nie tyle na kwoty przeznaczane na ratowanie światowych finansów, ile raczej na rozwiązania instytucjonalne, które zapewnią im stabilność w przyszłości. Z pewnością będą musiały one przyjąć formę działań międzynarodowych, a to za sprawą pogłębiającej się globalizacji rynków finansowych<sup>1</sup>.

Globalizacja jest procesem złożonym, który cały czas pozostaje w fazie *in statu nascendi*<sup>2</sup>. W literaturze przedmiotu, opisując wydarzenia ją charakteryzujące, pisze się o trzeciej rewolucji przemysłowej. Rewolucji, której przebieg opiera się przede wszystkim na tzw. czwartym dobru ekonomicznym, jakim jest kapitał intelektualny. To wykształcenie i badania naukowe składające się na to dobro są obecnie podstawą rozwoju gospodarczego państw<sup>3</sup>. Nowe technologie, instrumenty finansowe, struktury gospodarcze pozwalają na budowę gospodarki globalnej. Globalizacja, postęp technologiczny, innowacje finansowe doprowadziły do unowocześnienia i rozszerzenia oferty produktów i usług finansowych, poprawy efektywności funkcjonowania rynków czy też poprawy jakości świadczonych usług. Jednocześnie zrodziły one nowe rodzaje ryzyka. Jego najrozmaitsze postacie widoczne są w szczególności na rynkach finansowych, które kuszą konsumentów nowymi formami inwestycji, łatwością pozyskania środków, przede wszystkim w formie kredytu. Można nawet pokusić się o sformułowanie tezy, iż współczesny człowiek dzięki kredytowi cieszy się dziś tym, na co jeszcze nie zarobił, niejednokrotnie nie mając przy tym świadomości o konieczności spłaty zaciągniętych zobowiązań. Wymienione negatywne strony „jednoczenia się świata” zwiększyły niestabilność systemów finansowych, co z kolei zwiększyło podatność instytucji finansowych na szok i kryzysy finansowe. Te z kolei mogą uniemożliwiać rynkom finansowym efektywne funkcjonowanie.

<sup>1</sup> K. Rybiński, *Globalny bank centralny*, w: A. Szablewski (red.), *Migracja kapitału w globalnej gospodarce*, Warszawa 2009, s. 149-155.

<sup>2</sup> Idem, *Globalizacja w trzech odsłonach*, Warszawa 2007, s. 25-34.

<sup>3</sup> T. T. Kaczmarek, *Globalna gospodarka i globalny kryzys*, Warszawa 2009, s. 60-62.

Dlatego należy się zgodzić z tezą, iż globalizacja prowadząca do zwiększenia otwartości, ale zarazem zależności rynków finansowych, stawia przed państwami oraz organizacjami międzynarodowymi nowe wyzwania. Wymusza ona współpracę pomiędzy nimi, w szczególności w zakresie identyfikacji problemów mogących wynikać ze zmian na rynkach, a także podejmowania działań, które zapobiegają bądź rozprzestrzenianiu się kryzysu w skali całego świata. Dotyczyć one muszą między innymi projektowania systemów przywracania płynności instytucji finansowych, a także przywracania zaufania do sektora finansowego i jego stabilności przy wykorzystaniu instrumentów prawnych oraz ekonomicznych. Punktem wyjścia tych działań, jak się uważa, winno być określenie istoty stabilności finansowej<sup>4</sup>.

Pojęcie to dotychczas nie doczekało się jednej, uniwersalnej definicji. Najczęściej utożsamiane jest ono z brakiem kryzysu<sup>5</sup>. Jednak ujęcie to nie w pełni oddaje istotę problemu, gdyż brak stabilności nie zawsze musi być równoznaczny z kryzysem. Inna propozycja rozumie stabilność jako wysoki poziom zaufania do rynku, na którym zawierane są transakcje, a ich faktyczną wartość odzwierciedlają ich ceny. Stabilny system finansowy jest w stanie przejść tzw. próbę rynków (*test of markets*), a więc działać skutecznie nawet w sytuacji zasadniczych zmian warunków rynkowych. System ten winien być elastyczny, prężny i wewnętrznie spójny<sup>6</sup>.

W literaturze prezentowane są dwie podstawowe grupy uwarunkowań stabilnego systemu finansowego:

- 1) pierwsza z nich ujmuje je w skali makro i zalicza do nich przykładowo stabilizującą politykę gospodarczą,
- 2) druga z kolei ujmuje owe uwarunkowania w skali mikro – a wśród nich znajduje się skuteczny i efektywny system prawny, określany mianem „zdrowego”. Na ten system składają się spójny egzekwowalny system aktów prawnych oraz efektywny system sądowniczy.

Spójny, egzekwowalny, efektywny – z pewnością terminy te mogą posiadać wiele znaczeń. Utożsamiać należy je w szczególności z:

- precyzyjnym określeniem praw, obowiązków oraz zakresu odpowiedzialności stron transakcji,
- formułowaniem przepisów, które wspierać będą siły rynkowe w podtrzymywaniu ich właściwych bodźców, a także skłaniać do utrzymania dyscypliny rynkowej,
- łatwością i przejrzystością pozyskiwania informacji,
- wprowadzeniem mechanizmów, które pozwolą szybko i skutecznie egzekwować zobowiązania stron, przede wszystkim poprzez sprawnie i skutecznie działające sądownictwo<sup>7</sup>.

<sup>4</sup> O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, A. Pawlikowski, *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej na przykładzie wybranych krajów*, „Materiały i Studia”, z. 173, NBP, Warszawa 2004, s. 6.

<sup>5</sup> A. Ostalecka, *Kryzysy bankowe i metody ich przezwyciężania*, Warszawa 2009, s. 19-20.

<sup>6</sup> *Ibidem*, s. 21.

<sup>7</sup> *Ibidem*, s. 21-32.

Należy podkreślić także rolę regulacji publicznoprawnych, za pomocą których prawodawca wpływa na funkcjonowanie rynku i podmiotów na nim obecnych. Wykorzystuje w tym celu między innymi instytucję nadzoru finansowego. Bez niego trudno jest współcześnie wyobrazić sobie stabilnie funkcjonujący rynek<sup>8</sup>. Brak bowiem odpowiednich struktur nadzorczych, działających w sposób efektywny, uznać należy za jedną z przyczyn wystąpienia kryzysu.

Brak przejrzystych, aktualnych, nieskoordynowanych przepisów rodzi niebezpieczeństwo wykorzystania niezrozumiałych konstrukcji finansowych, a także funkcjonowania na rynku podmiotów nieobjętych kontrolą państwa i nieposiadających odpowiednich kompetencji do działania na nim. Sytuacja taka wynikać może z chęci ochrony za wszelką cenę podmiotów finansowych obecnych na rynku, braku rzetelnych informacji sprawozdawczych oraz braku wykwalifikowanej kadry w organach nadzoru.

### III. KRYZYS FINANSOWY – UWARUNKOWANIA ORAZ ISTOTA PROBLEMU

Zmiany, jakie zaszły na globalnym rynku finansowym, doprowadziły do sytuacji, w której znacząca część środków publicznych wycofana została z instytucji finansowych. Natomiast bank, postrzegany dotychczas jako naturalny pośrednik pomiędzy posiadaczami kapitału a podmiotami wykazującymi na niego popyt, zmienił charakter swojej działalności. Z instytucji zaufania publicznego, świadczącej usługi na rzecz swoich klientów, stał się podmiotem za wszelką cenę dążącym do maksymalizacji zysku, między innymi poprzez tzw. handel ryzykiem. W literaturze przedmiotu twierdzi się wręcz, że obecnie bank stara się zaspokajać apetyt na każdy poziom ryzyka, niejednokrotnie wykorzystując w tym celu przychyłność macierzystych nadzorców<sup>9</sup>. Skutkiem tego jest niewystarczający poziom troski o jakość portfela kredytowego oraz bezpieczeństwa obrotu, co z kolei prowadzić może do wystąpienia kryzysu na rynku, takiego jak ten obecny.

Za podstawową przyczynę jego wystąpienia uznać należy ekspansję bankowości hipotecznej, która doprowadziła do przyjmowania błędnych przesłanek w zakresie zarządzania ryzykiem, głównie ze względu na przewartościowanie zabezpieczeń. Banki z podmiotów, które tradycyjnie zarządzały ryzykiem, przeszły do wspomnianej roli podmiotów-pośredników transferujących ryzyko na innych uczestników rynku. Zwykło się nawet mówić o swego rodzaju „bankokracji” – a więc dominacji banków, które straciły kontakt z rzeczywistością, będąc przy tym podmiotami niezwykle agresywnymi i nastawionymi na zyski<sup>10</sup>. Poza tym organy odpowiedzialne za nadzór nad nimi nie interweniowały na czas. Wynikało to – z jednej strony – z wykorzystania

<sup>8</sup> Zob. M. Iwanicz-Drozdowska, *Pokusa nadużycia a kryzys subprime*, w: K. Brzozowska, S. Flejterski (red.), *Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Bankowość*, „Zeszyty Naukowe”, nr 548, Uniwersytet Szczeciński 2009, s. 32-37.

<sup>9</sup> J. K. Solarz, *Kryzys subprime: uwarunkowania instytucjonalne*, w: L. Dziawgo (red.), *Współczesne finanse*, Toruń 2008, s. 91-95.

<sup>10</sup> L. Pawłowicz, *Wyzwania dla polityki stabilności płynące z mechanizmu współczesnego kryzysu finansowego*, w: *ibidem*, s. 77-78.

finansowych instrumentów pozabilansowych (nieznajdujących faktycznego odzwierciedlenia w określonych normach ostrożnościowych). Z drugiej – struktury instytucji finansowych zaczęły działać w skali globalnej, co z kolei uniemożliwiło wykonywanie bieżącego nadzoru nad nimi. Połączenie tych okoliczności doprowadziło do tego, że powiedzenie „pewny jak w banku” straciło na znaczeniu<sup>11</sup>.

Ekspansja bankowości hipotecznej nie byłaby z kolei możliwa bez sekurytyzacji aktywów hipotecznych. Jej mechanizm, bazujący między innymi na wykorzystaniu kredytowych instrumentów pochodnych, spowodował, że kryzys objął swym zakresem podmioty spoza sektora bankowego, powodując jednocześnie skutki o charakterze transsektorowym i transnarodowym.

Zadziwiający jest fakt, że do kryzysu doszło w dobie nowoczesnych technologii informatyczno-telekomunikacyjnych, a jego źródłem stały się banki uznawane dotychczas za instytucje stanowiące wzór w zakresie dobrych praktyk zarządzania ryzykiem. Niemniej jednak nawet najlepsze systemy zarządzania ryzykiem nie są w stanie w pełni objąć swym zakresem wrodzonych, ludzkich, nieracjonalnych reakcji psychologicznych, które wyrażają się wahaniem pomiędzy euforią a obawą<sup>12</sup>. Nieprzypadkowo twierdzi się więc, że chciwość jest matką kryzysu. Prawdopodobnie ta jest powtarzalna. Za przykład niech posłużą chociażby wydarzenia z XVII-wiecznej Holandii określane mianem tulipanomanii, kiedy to „oblęd tłumów” na punkcie cebulek tulipana doprowadził do kryzysu, który wstrząsnął podstawami tego bogatego państwa<sup>13</sup>.

Dążenie do maksymalizacji zysków doprowadziło do wynaturzeń w funkcjonowaniu banków. Silna konkurencja stymuluje bowiem kredytodawców do oferowania kredytów o niższej jakości. Pracownik sprzedający tego rodzaju produkty wynagradzany jest akordowo, nie ponosząc przy tym najmniejszego ryzyka i odpowiedzialności. Co więcej, ryzyko to transferowane jest następnie na inne podmioty, w tym banki inwestycyjne i agencje ratingowe. Także i one nie ponoszą ryzyka, albowiem w ostatecznym rozrachunku w całości obarcza ono inwestorów zakupujących instrumenty, których wartość opiera się na sprzedanym dużo wcześniej kredycie hipotecznym. Tym samym dochodzi do niebezpiecznej sytuacji: lekkomyślność kredytobiorcy miesza się z bezkarnością sprzedawcy kredytu, a ryzyko transferowane jest do instytucji, które nie są przygotowane na zarządzanie nim. Towarzyszy temu konflikt interesów, widoczny zwłaszcza w przypadku agencji ratingowych, które wyceniając ryzyko oferowanych instrumentów, pobierały wynagrodzenie od podmiotów je oferujących<sup>14</sup>.

<sup>11</sup> Niemniej jednak spotkać można się z takimi inicjatywami, jak ta powstała w 2001 r., która doprowadziła do powstania Europejskiej Federacji Banków Etycznych, zrzeszającej banki koncentrujące się na działaniach wspierających inicjatywy obywatelskie i projekty w zakresie ochrony środowiska. Ich produkty mają stosowny certyfikat i opierają się na przejrzystej i zrozumiałej dla klientów konstrukcji, zgodnej z filozofią solidarnej ekonomii.

<sup>12</sup> S. Flejterski, *Zaufanie do instytucji bankowo-finansowych jako fundament stabilnego systemu finansowego*, w: J. Nowakowski, T. Famulska (red.), *Stabilność i bezpieczeństwo systemu bankowego*, Warszawa 2008, s. 17-28.

<sup>13</sup> T. Nieborak, *Historyczne aspekty wykorzystywania instrumentów pochodnych na przykładzie Tulipanomanii*, „Rynek Terminowy” 2004, nr 2, s. 100-110.

<sup>14</sup> L. Pawłowicz, op. cit., s. 79-84.

Opisane powyżej uwarunkowania uznać należy za istotne z punktu widzenia rozwoju kryzysu. Ważną datą na osi jego historii jest 9 sierpnia 2007 r., kiedy to Europejski Bank Centralny przeprowadził operację otwartego rynku na kwotę 94 mld euro. Zasilenie rynku finansowego taką ilością pieniądza stało się przyczyną obaw o jego płynność. Uznaje się, że działanie to nie oznaczało rozpoczęcia kryzysu, ale raczej wejście jego w nową fazę<sup>15</sup>.

Wcześniej bowiem wykreowane zostały warunki instytucjonalne dla jego wystąpienia, do których należy zaliczyć:

- 1) wycofanie się państwa z obecności w systemie finansowym,
- 2) presję konkurencji instytucji quasi-finance,owych,
- 3) maksymalizację zysku za wszelką cenę<sup>16</sup>.

Omawiana sytuacja jest doskonałym dowodem na to, że obecnie pojedyncze gospodarstwa domowe nie znają współczesnych finansów. Dlatego tak ważną rolę ma do odegrania system nadzoru nad rynkiem, który powinien niejako reprezentować i chronić interesy indywidualnych klientów instytucji finansowych. Owi klienci bowiem, jak przykładowy przeciętny Amerykanin (nieposiadający odpowiednich dochodów, a niejednokrotnie także pracy i aktywów), zyskując możliwość zaciągania zobowiązań w banku, staje się pierwszym ogniwem potencjalnego kryzysu. Teza ta ma potwierdzenie także w kryzysie amerykańskim, którego źródła sięgają przeciętnego obywatela USA – określanego terminem NINJA (od angielskiego *no income, no job, no assets*), który nie posiadając odpowiedniej wiedzy na temat mechanizmu całej operacji, stojącym za udzieleniem jemu kredytu, kredyt ten uzyskał. Banki bowiem, korzystając z dobrej koniunktury gospodarczej, wspieranej decyzjami amerykańskiego banku centralnego, oferowały klientom takim jak on, czyli dotychczas niespełniającym wymogów w zakresie zdolności kredytowej, możliwość udzielenia kredytu na bardzo dobrych warunkach. Nie brano przy tym pod uwagę podstawowych wskaźników, jak na przykład ilorazu poziomu rat do dochodu kredytobiorcy czy też wartości kredytu w stosunku do wartości nieruchomości<sup>17</sup>. Co ważne, udzielane kredyty w porównaniu z wcześniejszymi latami korzystały z „przywileju”, jakim był brak ograniczenia w ich oprocentowaniu. Przyjęły one nazwę ARM (*adjustable-rate mortgage*) i teoretycznie miały dawać możliwość lepszego dostosowania się do warunków spłaty, między innymi poprzez obniżenie oprocentowania w sytuacji rosnących cen nieruchomości zabezpieczających owe kredyty<sup>18</sup>.

Kredyty hipoteczne udzielane przez amerykańskie instytucje finansowe, a dokładniej wierzytelności z nimi związane, były następnie ujmowane w jednym portfelu i sprzedawane podmiotom inwestycyjnym. Te z kolei, przekształcając je w formę papieru wartościowego (zabezpieczonego kredytem

<sup>15</sup> K. Borowski, *Kryzys na rynku kredytów subprime i jego skutki*, w: J. Nowakowski, T. Famulska (red.), op. cit., s. 79-85. Zob. także A. Szyszka, *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt” 2009, nr 4, s. 6; W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*, Warszawa 2009, s. 25-39.

<sup>16</sup> J. K. Solarz, op. cit., s. 98-99.

<sup>17</sup> A. Ostalecka, *Geneza kryzysu na rynku kredytów subprime*, w: K. Brzozowska, S. Flejterski (red.), op. cit., s. 60-62.

<sup>18</sup> K. Borowski, op. cit., s. 81-83.

hipotecznym), poprzez wykorzystanie tzw. specjalnych spółek – SPV, za pomocą mechanizmu sekurytyzacji sprzedawały owe papiery inwestorom na całym świecie. Ci z kolei, zachęteni rosnącymi cenami nieruchomości, które przekładały się na cenę posiadanych przez nie aktywów (bardzo wysoko wycenianych przez wspomniane wcześniej agencje ratingowe), inwestowali środki finansowe w emitowane obligacje (*Colletarized Debt Obligations*)<sup>19</sup>. Sytuacja ta trwała jednak dopóty, dopóki niskie było oprocentowanie spłacanych kredytów hipotecznych, a więc do momentu, gdy amerykański bank centralny nie zaczął podnosić stóp procentowych. Wtedy bowiem przeciętny Amerykanin, tracąc pracę, nie był w stanie spłacać swych zobowiązań, a konstrukcje oparte na jego kredycie zaczęły tracić na wartości. Niepewność sytuacji spowodowała utratę zaufania na rynku, co w konsekwencji doprowadziło do zastoju w cyrkulacji pieniądza w gospodarce, niezbędnego dla jej dalszego rozwoju. Światowa gospodarka stanęła przed niebezpieczeństwem recesji. Owa erozja zaufania spowodowała następnie konieczność reakcji ze strony państwa, a dokładniej tych państw, w których interesie było przywrócenie stabilności, między innymi poprzez szereg działań prawodawczych oraz zasilenie rynku płynnością.

Analizując omówione pokrótce przyczyny kryzysu, wskazać należy, że część podmiotów biorących udział w obrocie instrumentami finansowymi nie była w ogóle poddana regulacjom. W szczególności wspomniane SPV – a więc Specjalne Instytucje Finansowe, biorące udział w procesie sekurytyzacji aktywów, agencje ratingowe (które wyceniały poszczególne instrumenty finansowe), a także instytucje gwarantujące emisje. Sytuacja ta, jak należy przypuszczać, była rezultatem postępującego w ostatnich latach procesu deregulacji. W jego konsekwencji na rynku pojawiać zaczęły się podmioty wyjęte spod jakiegokolwiek kontroli państwa, między innymi poprzez zaniedbania urzędników odpowiedzialnych za nadzór nad rynkiem.

Dlatego też konieczne stało się podjęcie licznych działań (w tym prawnych) mających przywrócić utracone zaufanie. Wymienić tu należy chociażby projekty objęcia nadzorem państwa agencji ratingowych, wymuszenie na kredytodawcach stworzenia systemów motywacyjnych oceniających działania ich pracowników pod względem podejmowanego przez nich ryzyka, regulację spółek funkcjonujących w mechanizmie sekurytyzacji oraz zwiększenia edukacji finansowej społeczeństwa.

Jedną z konsekwencji globalnego kryzysu jest także konieczność przeniesienia istniejących na poziomie krajowym regulacji w zakresie nadzoru nad rynkiem finansowym na poziom globalny, na którym od lat funkcjonuje jeden globalny rynek pieniądza. Na nim więc obowiązywać powinny takie same reguły i standardy odnoszące się do sposobu świadczenia usług finansowych.

Dotychczas ponadnarodowe rozwiązania regulacyjne odnosiły się przede wszystkim do dwóch rodzajów polityki: pieniężnej i fiskalnej, które obecnie muszą zostać uzupełnione o koordynację zasad w zakresie reguł funkcjonowania globalnych rynków finansowych. W literaturze przedmiotu uważa się, że powodzenie owych zmian zależeć będzie w znacznej mierze od współpracy

<sup>19</sup> A. Sławiński, *Inżynieria finansowa a cykl koniunkturalny*, w: L. Dziawgo (red.), op. cit., s. 49-62.

organów administracyjnych z sektorem prywatnym, wymuszanej niekiedy przez podmioty regulujące rynek. Jako jeden z przykładów tego rodzaju działań wskazać można umieszczanie w umowach dotyczących emisji obligacji na rynkach światowych klauzul zobowiązujących inwestorów do zgodnego działania w sytuacjach kryzysowych. Innym przykładem jest wprowadzanie ubezpieczeń obsługi zadłużenia<sup>20</sup>.

#### IV. KRYZYS A WYZWANIA DLA POLITYKI STABILNOŚCI

Kryzysy finansowe są niezwykle kosztowne zarówno co do kosztów fiskalnych, jak i tzw. quasi-fiskalnych związanych z restrukturyzacją sektora i niezdolnością właściwego funkcjonowania gospodarki.

Od pewnego czasu przedstawiciele międzynarodowych organizacji finansowych, między innymi Międzynarodowego Funduszu Walutowego czy też Bazylejskiego Komitetu ds. Nadzoru Bankowego, poświęcają wiele uwagi zagadnieniu tzw. nowej architektury finansowej. W ogólności pojęcie to odnosi się do działań podejmowanych na forum międzynarodowym, mających na celu zachowanie stabilności finansowej<sup>21</sup>. Termin ten jest niezwykle pojemny, odnosi się bowiem do instytucji, regulacji prawnych i działań politycznych, których działania mają prowadzić do osiągnięcia tejsze stabilności, przede wszystkim poprzez zapobieganie występowania kryzysom, a w przypadku ich wystąpienia – łagodniejszemu ich przebiegowi oraz przywracaniu równowagi na rynku. Oczywiście powstaje w tym miejscu pytanie: jakie działania, w szczególności prawne, pozwolą to osiągnąć?

Jedną z najważniejszych instytucji międzynarodowych, która podejmuje działania na rzecz osiągnięcia stabilności finansowej, jest wspomniany MFW, który od lat prowadzi intensywne prace na rzecz opracowywania metod identyfikacji i zapobiegania niekorzystnym zjawiskom na rynku, a także tworzenia systemów wczesnego ostrzegania. Jako podstawowa organizacja monetarna świata, w sytuacjach kryzysowych zmuszony jest on błyskawicznie organizować ewentualną pomoc, która – poza propozycjami reform – sprowadza się przede wszystkim do organizacji środków finansowych mających wesprzeć zagrożone podmioty.

Coraz częściej pojawiają się głosy o konieczności przekształcenia go w bank centralny świata, który przyjmować będzie w depozyt nadwyżki depozytowe państw oraz nimi zarządzać. W skali globalnej, między innymi z inicjatywy MFW, podejmuje się działania mające na celu przywrócenie stanu stabilności. Z punktu widzenia prawa, niezwykle interesujące są także kroki podejmowane przez – powołaną z inicjatywy G-20 – Financial Stability Board, będącą pomiotem skupiającym przedstawicieli najważniejszych instytucji krajów tworzących tę grupę.

<sup>20</sup> K. Borowski, op. cit., s. 94-97.

<sup>21</sup> A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008, s. 182-193. Zob. także R. Mroczkowski, *Instytucjonalnoprawne aspekty zarządzania kryzysem finansowym*, w: J. Gluchowski, A. Pomorska, J. Szolno-Koguc, *Uwarunkowania i bariery w procesie naprawy finansów publicznych*, Lublin 2007, s. 84-86.



Wspomnieć należy także o działaniach UE, a w szczególności o tzw. raporcie Larosièrè'a<sup>22</sup>. Opublikowany 25 lutego 2009 r. zawierał 31 rekomendacji, zaprezentowanych następnie przez Komisję na spotkaniu Rady Europejskiej w marcu 2009 r. Dotyczyły one następujących kwestii: 1) przyczyn kryzysu finansowego, 2) propozycji reform w zakresie polityki i regulacji dotyczących unijnego rynku finansowego, 3) naprawy nadzoru finansowego w Unii Europejskiej oraz 4) propozycji reform w skali globalnej. Szczególnie interesujące, ze względu na analizowaną materię, są wnioski dotyczące konieczności ustanowienia silniejszego, skoordynowanego nadzoru, zarówno makroostrożnościowego, jak i mikroostrożnościowego, który miałby zostać utworzony na bazie istniejących struktur między innymi Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Nadzór makroostrożnościowy powinien mieć na celu ograniczenie zaburzeń w systemie finansowym jako całości, podczas gdy mikroostrożnościowy ma skupiać swą uwagę na poszczególnych instytucjach finansowych. Zaproponowano więc powołanie w Unii Europejskiej dwóch podmiotów:

1. Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego – która zastąpić miałaby obecnie funkcjonujący Komitet Nadzoru Bankowego i odpowiadać za nadzór makroostrożnościowy. W swym działaniach miałaby ona działać pod auspicjami i przy logistycznym wsparciu ze strony Europejskiego Banku Centralnego, a przewodnictwo w tejże Radzie powierzone ma zostać Prezesowi tego banku. Do jej zadań włączono problematykę dotyczącą stabilności finansowej, a także wprowadzenia skutecznego systemu ostrzegania przed ryzykiem poprzez wydawanie przykładowo makroostrożnościowych ostrzeżeń przed ryzykiem;
2. Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego – który miałby tworzyć zintegrowaną sieć europejskich organów nadzoru finansowego; strukturę w znacznym stopniu zdecentralizowaną, zgodną z zasadami proporcjonalności i pomocniczości przewidzianymi w unijnym prawie pierwotnym. Funkcjonowanie tego rodzaju podmiotu miało – zdaniem twórców raportu – polegać na zachowaniu w dalszym ciągu krajowych organów nadzoru, których działania jednak miałyby być skoordynowane w ramach nowych unijnych organów nadzorczych, które zastąpiłyby dotychczasowe Komitety Poziomu 3. Nadzór nad instytucjami transgranicznymi miałby zostać przejęty przez nowo utworzone kolegia nadzorcze.

W omawianym raporcie podkreślano także błędy w zakresie istniejących wymogów kapitałowych, które były nieadekwatne do poziomu podejmowanego przez instytucje finansowe ryzyka. Przykładowo, znacząca część inwestycji banków miała charakter pozabilansowy, a tym samym prezentowana sytuacja instytucji kredytowych była nieprzejrzysta. Tym bardziej że działały one w skali globalnej, podczas gdy działania nadzorców poszczególnych państw nie były skoordynowane. Skupiały się one bowiem na wymogach mikroostrożnościowych, nie bacząc na ewentualne konsekwencje w skali makro.

---

<sup>22</sup> Przygotowany on został przez powołaną w 2008 r. grupę ekspertów pod przewodnictwem J. de Larosièrè'a, która wyposażona została w mandat Komisji Europejskiej do opracowania propozycji w zakresie reformy europejskich regulacji finansowych oraz nadzoru nad unijnym rynkiem finansowym. Zob. Report of the de Larosièrè group, [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf) (26.03.2010).

Zaproponowano zatem podjęcie reform zarówno na forum światowym, jak i w samej Unii Europejskiej. Naczelnym ich celem jest osiągnięcie spójności w zakresie standardów regulacji, koordynowanym na szczeblu międzynarodowym, przykładowo przez wspomnianą Financial Stability Board, która w ostatnim czasie zaproponowała wprowadzenie zmian odnoszących się do:

- 1) zwiększenia nacisku na nadzór ostrożnościowy w zakresie jakości kapitału, płynności i zarządzania ryzykiem,
- 2) zwiększenia przejrzystości rynku,
- 3) redefinicji roli agencji ratingowych,
- 4) zwiększenia odpowiedzialności za podejmowane ryzyko,
- 5) wzmocnienia współpracy międzynarodowej w zakresie zarządzania kryzysowego.

Ważnym elementem zapowiadanych reform ma być także zmiana w zakresie przejrzystości przepisów i związanego z tym kształtowania nowego podejścia informacyjnego w stosunku do konsumenta. Konsumenta, który ma poprzez odpowiedni poziom swej edukacji finansowej, wspieranej odpowiednimi wymogami prawnymi, rozumieć istotę działania oferowanych mu instrumentów finansowych, a także zakres ryzyka związanego z ich wykorzystaniem.

Sytuacja polityczno-gospodarcza skłoniła Komisję Europejską do zintensyfikowania swych prac w zakresie nowej architektury nadzoru nad rynkiem finansowym. Już 27 maja 2009 r. zaprezentowała ona w swym komunikacie, wykorzystując wspomniane propozycje Grupy Larosière'a, projekt nowego systemu nadzoru nad rynkiem finansowym z jednoczesnym określeniem działań na najbliższe miesiące<sup>23</sup>. W dokumencie tym zaproponowano udoskonalenie europejskich ram nadzoru finansowego poprzez stworzenie dwóch jego filarów:

1. Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego, mającej monitorować oraz oceniać potencjalne zagrożenia dla stabilności finansowej oraz wydawać ostrzeżenia w sprawie potencjalnych zagrożeń dla stabilności systemu finansowego. Wiodącą w niej rolę odgrywać mają banki centralne krajów członkowskich, tworzące swego rodzaju strukturę nadzoru makroostrożnościowego, o której była mowa powyżej;
2. Europejskiego Systemu Organów Nadzoru – składającego się z sieci krajowych organów nadzoru finansowego współpracujących z nowymi europejskimi organami nadzoru. System ten ma stanowić formę nadzoru mikroostrożnościowego, w ramach którego uwaga nadzorców skupiona zostanie na poszczególnych podmiotach finansowych. Jednocześnie na poziomie europejskim stworzone mają być trzy nowe organy, posiadające osobowość prawną, utworzone na bazie istniejących już podmiotów paneuropejskich. Mają to być: Europejski Organ Nadzoru Bankowego, Europejski Organ Nadzoru Ubezpieczeniowego oraz Europejski Organ Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych. Co ważne, podmioty te mają zostać wyposażone w prawnie umocowane kompetencje i uczestniczyć w opracowywaniu jednolitych zbiorów zharmonizowanych przepisów.

---

<sup>23</sup> Komunikat Komisji z 27 maja 2009 r., Europejski nadzór finansowy, KOM(2009) 252 wersja ostateczna, SEK(2009) 715, SEK(2009) 716.

Elementem koniecznym reformy ma być istnienie oraz współpraca obydwóch filarów, gdyż bez niej niemożliwe będzie osiągnięcie efektu synergii. Należy w tym miejscu wskazać na podstawę prawną tego rodzaju rozwiązań. W dokumentach unijnych wskazuje się na art. 95 Traktatu (obecnie art. 114 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej<sup>24</sup>), normujący przyjmowanie środków dotyczących zbliżenia prawodawstwa w celu ustanowienia i funkcjonowania rynku wewnętrznego.

Pod koniec 2009 r. rozpoczęto prace legislacyjne nad najważniejszymi dla całej reformy aktami prawnymi, które zostaną zaakceptowane i wejdą w życie w najbliższym czasie.

Powyższe postulaty, zarówno Unii Europejskiej, jak i Financial Stability Board, uznać można za słuszne. Wyrzucić należy jednak żal, że inicjatywy te podejmowane są dopiero teraz, podczas gdy już od dawna wiadomo było, iż na przykład powszechnie wykorzystywane pochodne instrumenty finansowe były niczym tykająca bomba, której jednak nikt nie odważył się rozbroić<sup>25</sup>. I choć przytaczane dokumenty czy projekty zawierają liczne propozycje zmian, to jednak powstaje obawa, czy nie są to kolejne slogany. Nie wspomina się bowiem w nich o tak istotnych kwestiach, jak chociażby strona prawna wprowadzania tychże reform. Oczywisty jest fakt, że bez przyjęcia określonej formy prawnej, możliwości egzekucji czy też poddania ocenie sądów nawet najlepszy projekt reform będzie kolejnym niemającym większego znaczenia manifestem. Problem ten uznać należy za kluczowy, gdyż nie sposób wyobrazić sobie banku centralnego świata czy też globalnego nadzoru finansowego bez określenia w pierwszej kolejności natury prawnej instrumentów przez nie wykorzystywanych.

Jednym z działań, które powinny być podjęte w nieodległej przyszłości, jest także promowanie idei edukacji finansowej, której poziom wpływa na racjonalność decyzji finansowych podejmowanych przez człowieka. Nowoczesne projekty w tym zakresie powstają już na świecie i koordynowane są zarówno przez podmioty publicznoprawne (np. banki centralne, organy nadzorcze), jak i przez organizacje pozarządowe (np. organizacje konsumenckie).

## V. PODSUMOWANIE

Od bez mała trzech lat świat doświadcza skutków kryzysu gospodarczego. Kryzysu, który z pewnością stał się już podręcznikowym przykładem tego rodzaju wydarzeń. Tak jak w poprzednich przypadkach przedstawiciele zarówno praktyki, jak i doktryny, poszukując jego przyczyn, starają się zaproponować rozwiązania, których celem jest zapobieganie podobnym zdarzeniom w przyszłości. Oczywiście można stwierdzić, iż to chciwość doprowadziła świat finansów do omawianej w artykule sytuacji. Byłoby to jednak zbyt dużym

<sup>24</sup> Traktat o Unii Europejskiej i Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, OJ C, nr 115 z 9 maja 2008 r.

<sup>25</sup> T. Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe. Aspekty prawnopodatkowe*, Warszawa 2004, s. 341-349.

uproszczeniem, albowiem u jego źródeł leży co najmniej kilka przyczyn: zaniedbania instytucjonalne, brak odpowiednich regulacji prawnych, nadzoru nad rynkiem, wykorzystywanie skomplikowanych i niezrozumiałych konstrukcji finansowych, brak etycznych postaw przedstawicieli świata finansów czy też niewystarczająca edukacja finansowa konsumentów<sup>26</sup>. Warto w tym miejscu przytoczyć ciągle aktualną myśl A. Hamiltona, prawnika, twórcy dolara amerykańskiego, który pisał, że „jeżeli ludzie byłiby aniołami, żaden rząd [regulacja – T.N.] nie byłby potrzebny”. Myśl ta mimo upływu czasu, jaki minął od jej sformułowania, cały czas pozostaje aktualna. Jest ona szczególnie istotna współcześnie, gdy stajemy w obliczu redefinicji, między innymi roli prawa w kształtowaniu postaw podmiotów obecnych na rynkach finansowych. Rynkach, które – jak się okazuje – mimo wszystkich swych wad były, są i będą podstawą funkcjonowania współczesnego świata. Żywić jednak należy nadzieję, że obecne wydarzenia zmieniają je i odrodzą na nowo ducha służby funkcjonujących na nich instytucji, w czym zapewne pomocne będą także działania prawodawców.

*dr hab. Tomasz Nieborak*  
*Uniwersytet im. Adama Mickiewicza*  
*w Poznaniu*  
*nieborak@amu.edu.pl*

## GLOBAL FINANCIAL CRISIS – THE ESSENCE, REASONS AND CONSEQUENCES

### Summary

The events of the recent months are being referred to as the greatest financial market crisis since the 1930s. The crisis stirred many hot discussions in which the possible causes of the crisis and ways in which a similar event could be prevented in the future were analysed. The debate that is still going on touches upon many aspects of the problem. Opinions are voiced by representatives of different branches of science, including sociology, psychology, law and economics. This fact is particularly noteworthy because the variety of the sources of the presented views confirm the thesis that contemporary financial markets are changing and the economic or legal knowledge only does not suffice to understand them. The occurrences of the last months require further analysis of the current situation and working on the ways of how to solve it.

---

<sup>26</sup> Zob. także J. Węclawski, *Etyczne i społeczne aspekty kryzysu finansowego*, w: A. Janc (red.), *Bankowość a kryzys na rynkach finansowych*, „Zeszyty Naukowe”, nr 140, Wydawnictwo UE w Poznaniu, Poznań 2010, s. 488-490.