

Małgorzata Iwanicz-Drozdowska

Pokusa nadużycia a kryzys "subprime"

Ekonomiczne Problemy Usług nr 38, 32-37

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MALGORZATA IWANICZ-DROZDOWSKA

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

POKUSA NADUŻYCIA A KRYZYS *SUBPRIME*

Wprowadzenie

Jak napisał kiedyś Ch. Kindleberger „branża, która zajmuje się publikacjami dotyczącymi kryzysów finansowych, ma charakter przeciwykliczny, czyli innymi słowy, rozkwita w warunkach dekoniumjunktury”¹. Niniejsze opracowanie będzie zapewne jednym z wielu poświęconych kryzysowi *subprime* w tym tomie. Jego celem jest dokonanie analizy znaczenia pokusy nadużycia² w powstaniu kryzysu *subprime*, a także ocena konsekwencji podejmowanych działań naprawczych dla stabilności systemu finansowego w przyszłości.

Ramy teoretyczne analizy

Analiza przyczyn kryzysu *subprime* skłania do zwrócenia uwagi w szczególności na dwie koncepcje odnoszące się do kryzysów finansowych. Po pierwsze, zaproponowaną przez Fredericka S. Mishkina³, opartą na trzech pojęciach (asymetria informacji, negatywna selekcja, pokusa nadużycia – *moral hazard*). Po drugie, sformułowaną przez Hymana Mynsky’ego⁴, odnoszącą się do form finansowania (*income-debt relations*) i stabilności gospodarki. Mynsky wyróżnił finansowanie zabezpieczone (*hedge financing*), finansowanie spekulacyjne (*speculative financing*) oraz finansowanie niezabezpieczone, nazywane także finansowaniem Ponzi.

W koncepcji przyczyn kryzysu zaproponowanej przez F.S. Mishkina przyjmuje się, że transakcje na rynku finansowym są zawierane w warunkach asymetrii informacji, która polega na tym, że kredytodawca (bądź pożyczkodawca) nie posiada pełnej informacji na

¹ Ch.P. Kindleberger: *Szałeństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*. WIG-Press, Warszawa 1999, s. 1.

² Pokusa nadużycia (*moral hazard*) polega na tym, że zawarcie określonej umowy zmienia postępowanie jednej bądź większej liczby stron tej umowy. Zmiana postępowania jest związana z mniejszą troską o zabezpieczenie posiadanego majątku bądź też podejmowaniem większego ryzyka.

³ F.S. Mishkin: *Anatomy of financial crisis*. „NBER Working Paper” 1991, nr 3934, s. 2-7.

⁴ H.P. Mynsky: *The Financial Instability Hypothesis*. „Working Paper” nr 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1992, s. 6-7.

temat ryzyka i działań podejmowanych przez kredytobiorcę (bądź pożyczkobiorcę)⁵. Pełną informacją dysponuje zaś strona, która ubiega się o środki finansowe. Asymetria informacji jest siłą napędową dwóch pozostałych zjawisk. Przed zawarciem transakcji może wystąpić negatywna selekcja, zaś po jej zawarciu *moral hazard*. Negatywna selekcja wiąże się z tym, że kredytodawca albo zaangażuje się w inwestycję z dużym prawdopodobieństwem strat, albo – mając świadomość niedoboru informacji – powstrzyma się od podejmowania inwestycji, nawet tych niosących niewielkie ryzyko. Lokujący środki będzie oczekiwał wyższej premii za ryzyko, co zniechęci wiarygodne podmioty do pozyskiwania środków, zaś pozostawi w gronie zainteresowanych podmioty charakteryzujące się podwyższonym ryzykiem (spekulantów), dla których żądana premia za ryzyko jest do zaakceptowania. Wysokie stopy procentowe zwiększają prawdopodobieństwo wystąpienia negatywnej selekcji.

Pokusa nadużycia pojawia się po przyznaniu środków finansowych. Strona będąca pożyczkobiorcą będzie angażować się w przedsięwzięcia niepożądane z punktu widzenia pożyczkodawcy, które przyczynią się do wzrostu ryzyka. Jeżeli przedsięwzięcie o wysokim ryzyku zakończy się sukcesem, wtedy pożyczkodawca odzyska zaangażowane środki, zaś w przypadku niepowodzenia będzie stroną ponoszącą straty. Czynnikiem redukującym w pewnym stopniu pokusę nadużycia może być ustanowienie zabezpieczenia na rzecz pożyczkodawcy.

Jak wspomniano, H. Minsky wyróżnił trzy formy finansowania. Finansowanie zabezpieczone pozwala pożyczkobiorcy spłacać zadłużenie z uzyskiwanych *cash flow*. W przypadku finansowania spekulacyjnego, *cash flow* nie jest wystarczający do spłaty całości zadłużenia, ale kredytobiorcy mogą skorzystać z nowej emisji papierów wartościowych czy odnowienia kredytu. Kredytobiorcy spekulacyjni wykazują zyski, które podkreślają ich zdolność do spłaty zobowiązań. Kredytobiorcy Ponzi nie osiągają natomiast *cash flow* pozwalających spłacić zadłużenie, a nawet odsetki. Spłata jest możliwa w przypadku sprzedaży aktywów lub zaciągnięcia nowego zobowiązania, przy zazwyczaj wyższym oprocentowaniu. Te trzy formy finansowania posłużyły H. Minsky'emu do wyjaśnienia stabilności i niestabilności gospodarki. Kiedy przeważa finansowanie zabezpieczone, gospodarka może znajdować się w stanie równowagi. W przeciwnym razie dochodzi do zaburzenia równowagi. Ponadto po dłuższym okresie dobrej koniunktury odchodzi się od finansowania zabezpieczonego, co wywołuje niestabilność.

W obu przywołanych powyżej teoriach istotną rolę w indukowaniu zjawisk kryzysowych odgrywiają spekulanci, którzy finansując swoją działalność z pożyczonych środków podejmują wysokie ryzyko. Spekulacja prowadzi do powstania bąbla spekulacyjnego (*asset price bubble*), którego pęknięcie rozpoczyna łańcuch zdarzeń kryzysowych⁶. Spekulacja występuje w warunkach asymetrii informacji, negatywnej selekcji i pokusy nadużycia. Także,

⁵ Pojęcia kredytodawca i pożyczkodawca oraz kredytobiorca i pożyczkobiorca będą stosowane zamiennie z pominięciem różnic formalnoprawnych.

⁶ Chronologia zdarzeń związanych z kryzysem *subprime* jest dostępna na: <http://www.uiowa.edu/if-debook/timeline/timeline1.shtml>.

z pewnym zastrzeżeniem, kredytobiorców Ponzi można uznać za ulegających pokusie nadużycia. W przypadku kryzysu *subprime* dodatkowym źródłem pokusy nadużycia były: organizacja procesu udzielania kredytów i pożyczek (*originate & distribute*), a także zasady wynagradzania osób zarządzających, nakierowane na perspektywę krótkoterminową⁷.

Rola pokusy nadużycia w kryzysie *subprime*

W ciągu ostatnich 20 lat system finansowy ulegał znaczącym zmianom. Jedną z zasadniczych była rosnąca liczba instrumentów umożliwiających dywersyfikację ryzyka. Osłabiło to relacje pomiędzy pożyczkodawcą i pożyczkobiorcą. Pożyczkodawca bowiem mógł zdecydować się na podjęcie wysokiego ryzyka, wiedząc, że jego część będzie w stanie przenieść za pomocą odpowiednich instrumentów (np. CDS) na inne podmioty. Należy przypuszczać, że dzięki rosnącym możliwościom dywersyfikacji, instytucje finansowe decydowały się na podejmowanie wysokiego ryzyka, zakładając, że w przypadku niepowodzenia negatywne konsekwencje będą z ich perspektywy ograniczone. Zachowaniu takiemu sprzyjała presja na osiąganie wysokiej rentowności i wzrost wyników finansowych⁸. Zazwyczaj osiągnięcie takich celów nie jest możliwe bez podjęcia zwiększonego ryzyka. Presja ze strony akcjonariuszy na wzrost wartości akcji i wysokość dywidendy, jak również oczekiwania osób zarządzających co do wysokości bonusów uzależnionych od poziomu zysku stanowiły istotny bodziec dla takiego postępowania. Poza instytucjami finansowymi jako podmioty ulegające pokusie nadużycia można wskazać agencje ratingowe oraz kredytobiorców bez odpowiedniej zdolności kredytowej.

Jak wspomniano, osłabieniu uległy relacje pomiędzy pożyczającym środki finansowe a podejmującym ryzyko. Na skutek zastosowania innowacji finansowych ryzyko związane z udzieleniem kredytu było przenoszone z podmiotu decydującego o przyznaniu kredytu na inne podmioty. Tym samym naturalny w relacjach pożyczkobiorca-pożyczkodawca mechanizm dyscyplinujący uległ degradacji. Wzrastała zatem pokusa nadużycia ze strony podejmującego decyzję kredytową. Jeżeli ryzyko się nie zrealizuje, osiągnie on oczekiwane korzyści, jeżeli zaś ryzyko się zrealizuje – nie poniesie on jego konsekwencji, które dotkną z kolei inny podmiot. Podmiotów przenoszących ryzyko na kolejne „oczko w łańcuszku” mogło być kilka i każdy z nich mógł przyjąć podobne założenie. Innowacje finansowe doprowadziły do rozmycia odpowiedzialności za podjęte ryzyko. Dodatkowym ogniwem w tym procesie byli pośrednicy sprzedający kredyty, dla których najważniejszym elementem całej transakcji była wysokość pobieranej przez nich prowizji. Są oni często wskazywani jako źródło obecnych problemów, chociaż jest to duże uproszczenie.

⁷ G. Tabellini: *Why did bank supervision fail? W: The First Global Financial Crisis of the 21st Century*. Red. A. Felton, C. Reinhart, Centre for Economic Policy Research, London, June 2008 (www.voxeu.org), s. 46.

⁸ T. Monacelli: *An extensive but benign crisis? W: The First Global Financial Crisis...*, s. 73-75.

Przenoszenie ryzyka „w łańcuszku” nie byłoby możliwe na taką skalę, gdyby nie wysokie ratingi nadawane innowacjom finansowym, jak też podmiotom zaangażowanym w „łańcuszek”. Ratingi te zwiększały wiarygodność instrumentów w oczach inwestorów i dzięki temu mogły trafić do aktywów funduszy emerytalnych i wielu banków stosujących ograniczenia inwestycyjne w odniesieniu do wiarygodności kredytowej instrumentu finansowego i emitenta. Agencje ratingowe stymulowały zatem ryzykowne zachowania uczestników rynku. Czy także w ich przypadku można mówić o *moral hazard*? Agencje ratingowe otrzymywały za nadanie ratingu (a także często za doradzanie przy konstrukcji instrumentu) wynagrodzenie. Im bardziej były skłonne nadawać wysokie ratingi, tym większego zainteresowania mogły oczekiwać ze strony kreatorów innowacyjnych rozwiązań. Agencje ratingowe nie ponoszą odpowiedzialności prawnej za konsekwencje skorzystania z ratingów przez inwestorów. Ponoszą tylko odpowiedzialność moralną. Można uznać zatem, że także one uległy pokusie nadużycia. Łagodność w nadawaniu ratingów nie powodowała u nich powstania strat, a pozwalała na osiągnięcie wysokich zysków. Warto dodać, że w latach 2005–2006 aż 80% przyrostu zysku agencji Moody’s pochodziło z opłat za nadawanie ratingów CDO⁹. Zasady ich funkcjonowania, ze względu na rolę, jaką odgrywają ratingi w zarządzaniu ryzykiem, wymagają reform¹⁰.

Należy wskazać, że poza pokusą nadużycia wystąpiły także dwa pozostałe wyróżnione przez F.S. Mishkina zjawiska: asymetria informacji i negatywna selekcja. Podmioty nabywające ostatecznie instrument obciążony ryzykiem (ostatnie „oczko”) nie posiadały pełnej informacji na temat ryzyka. Bardzo często czynnikiem skłaniającym do podjęcia decyzji o jego nabyciu mógł być atrakcyjny rating i rentowność w porównaniu z instrumentami o zbliżonym ratingu i faktycznie niższym ryzyku. Brak rzetelnej i pełnej informacji o profilu ryzyka innowacyjnego instrumentu wskazuje niewątpliwie na występowanie asymetrii informacji. Asymetria informacji była stymulowana przez wyniki analiz ilościowych, które wskazywały na niskie prawdopodobieństwo niewypłacalności (ryzyko modelu). Konstrukcja i wycena skomplikowanych instrumentów finansowych wymaga większej przejrzystości i lepszej komunikacji z ich nabywcami. A to nie będzie możliwe bez wypracowania odpowiednich standardów rachunkowości oraz regulacji nadzorczych.

Kredytobiorców, dla których spłata odsetek i zobowiązań nie była możliwa z osiągniętych *cash flow*, a źródłem potencjalnej spłaty była posiadana nieruchomości (finansowanie Ponzi) także należy zaliczyć do grupy ulegającej pokusie nadużycia. Gdyby rzeczywiście ceny nieruchomości rosły jeszcze przez dłuższy czas (co leżało także u podstaw konstrukcji i wyceny ryzyka innowacji finansowych), kredytobiorcy ci nie mieliby problemu ze spłatą

⁹ A. Sławiński: *Przyczyny i konsekwencje kryzysu na rynku papierów wartościowych emitowanych przez fundusze sekurytyzacyjne*. „Bank i Kredyt” 2007, nr 8–9, s. 13.

¹⁰ Patrz szerzej: M. Iwanicz-Drozdowska: *Przebudowa globalnej architektury finansowej po doświadczeniach kryzysu subprime. Wybrane problemy do rozwiązania*. W: *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach polskich ekonomistów*. Red. J. Szambelańczyk. Związek Banków Polskich, Warszawa 2009.

kredytu, bowiem mogliby zbyć nieruchomości, spłacić kredyt i pozostawić sobie nadwyżkę bądź też zaciągnąć kolejny kredyt pod zwiększoną wartość nieruchomości. W przypadku spełnienia tego założenia kredytobiorca mógł zyskać na takiej operacji. W przypadku braku spełnienia – tracił nieruchomość. Wizja taka mogła się wydawać atrakcyjna, jednak należy wziąć pod uwagę to, czy osoby zaciągające kredyt były tego w pełni świadome. Należy pamiętać także o tym, że ewentualna pomoc państwa dla niewypłacalnych kredytobiorców może stymulować takie zachowania w przyszłości.

Pokusa nadużycia – znikający problem czy szalejąca epidemia?

Działania podejmowane przez rządy i banki centralne w wielu krajach pokazały, że sektor bankowy i inne instytucje finansowe będą ratowane, jeżeli są dostatecznie duże bądź ważne. Pomimo wielokrotnej krytyki (m.in. naukowców amerykańskich) stosowanie doktryn „zbyt duży, żeby upaść” oraz „zbyt ważny, żeby upaść” znalazło się to na porządku dziennym w wielu krajach wysoko rozwiniętych. Przykłady są liczne – m.in. USA, Belgia, Niemcy, Wielka Brytania, Irlandia zdecydowały się na udzielenie pomocy swoim bankom bądź w skrajnych przypadkach na ich nacjonalizację. Instytucje finansowe, uznawane wcześniej za renomowane i stabilne, popadły w poważne kłopoty finansowe, najczęściej na skutek zbyt dużego apetytu na ryzyko, pobudzanego sposobem wynagradzania menadżerów. Menadżerowie najczęściej nie odczuli – poza utratą stanowiska – konsekwencji swojej działalności, np. nie zostali zobligowani do zwrotu wcześniej osiągniętych korzyści majątkowych. Rodzi się zatem wątpliwość, czy po zakończeniu obecnego kryzysu, na fali kolejnego boomu gospodarczego instytucje finansowe, w tym ich menadżerowie, nie będą jeszcze bardziej agresywnie podejmować ryzyka i czerpać krótkoterminowe profity. Strategia, którą można określić jako „po nas choćby potop” nie powinna być w przyszłości łatwa do przeforsowania. Zarówno akcjonariusze, jak i nadzorcy powinni stworzyć instrumenty uniemożliwiające (albo przynajmniej utrudniające) jej stosowanie. Przy obecnym kryzysie niestety nie odegrali właściwie swojej roli.

Przez wiele lat budowano systemy gwarantowania depozytów, które ograniczałyby pokusę nadużycia po stronie deponentów. Jednym z elementów była współodpowiedzialność deponenta (*co-insurance*, najczęściej w wysokości 10%), jak również limit wysokości gwarancji. Działania zaradcze podejmowane w ramach walki z kryzysem doprowadziły do zmiany podejścia decydentów i dążenia do zapewnienia jak najwyższych i pełnych (100%) gwarancji, aby zapobiec ucieczce oszczędności z systemu bankowego. W Unii Europejskiej zwiększono w 2008 roku minimalny poziom gwarancji depozytów z 20 000 EUR do 50 000 EUR (do końca 2010 roku kwota gwarancji wzrosła do 100 000 EUR), a niektóre kraje (m.in. Irlandia i Grecja) zdecydowały się na pełne rządowe gwarancje dla depozytów. *Prima facie*, po zakończeniu kryzysu, niezbędne będzie wprowadzenie zmian, które przywróciłyby wcześniej ustalony porządek w postaci instrumentów zniechęcających do ulegania pokusie nadużycia.

Nawiązując do tytułu niniejszej części artykułu, pokusa nadużycia może okazać się w przyszłości szalejącą globalną epidemią, która w przypadku braku odpowiednich, nowych (!) mechanizmów doprowadzi do jeszcze większych kłopotów niż obecny kryzys. Te podmioty, które uległy pokusie nadużycia, zostały przecież „uratowane”, więc dlaczego nie spróbować kolejny raz?

Podsumowanie

Według C. Borio i M. Drehmanna obecny kryzys można było przewidzieć na podstawie wskaźników wykorzystywanych wcześniej do analizy poprzednich przypadków kryzysowych. Między innymi dotyczyło to rynku amerykańskiego. Wskazali oni jednak na pewne zmiany, które należałoby wprowadzić, aby system oceny utrzymał swoją sprawność¹¹. Prowadzony monitoring powinien obejmować m.in. motywacyjne systemy wynagradzania, jak również, w zdecydowanie większym stopniu, aspekty zarządzania ryzykiem i techniki jego transferu na inne podmioty. Nadzorczy i międzynarodowe instytucje finansowe powinny prowadzić wzmożony monitoring i wykorzystywać otrzymane sygnały. Może nie zawsze alarm okaże się słuszny, ale lepiej nie przeoczyć poważnych zagrożeń. Z racji tego, że globalne instytucje finansowe będą czuć się coraz bardziej bezkarne, nadzór nad ich działalnością wymaga silnej rewitalizacji.

Poza wspomnianym powyżej wzmożonym monitoringiem niezbędne jest wypracowanie mechanizmów, które mogłyby bezpośrednio ograniczyć pokusę nadużycia. Jednym z kluczowych czynników jest system wynagradzania menadżerów, który powinien być nakierowany na długoterminową stabilność instytucji, a nie krótkoterminowe zyski. Przekonanie instytucji finansowych, że nie mogą liczyć na wsparcie w sytuacji kryzysowej wydaje się bowiem już niemożliwe.

MORAL HAZARD AND SUBPRIME CRISIS

Summary

This article is an attempt to analyze the role of moral hazard in the breakdown of the global financial crisis, called popularly subprime crisis. The other issue important from the global financial stability's point of view the author focuses on, is the meaning of governments' and central banks' interventions and assistance in generating any turmoil on the financial market in the future. The instruments that have been used so far for crisis resolution, account for stimulus for any future risky behavior.

¹¹ C. Borio, M. Drehmann: *Assessing the risk of banking crisis – revisited*. „BIS Quarterly Review”, March 2009, s. 29–45.