

Banki centralne w obliczu kryzysu na  
światowych rynkach finansowych.  
Wnioski dla Polski

Jerzy Pruski

Seminarium BRE – CASE

3 kwietnia 2008

# Plan prezentacji

- Przyczyny kryzysu na rynkach finansowych.
- Przebieg kryzysu.
- Działania banków centralnych.
- Kanały oddziaływania na gospodarkę polską.
- Wnioski.

# Przyczyny kryzysu finansowego

- Fed (A. Greenspan, B. Bernanke) - bank centralny :
  - nie powinien kontrolować cen aktywów finansowych;
  - powinien natomiast eliminować skutki załamania na rynku aktywów finansowych.
- Odpowiedzią na kryzys na rynku dot com oraz obawy przed deflacją - obniżki stóp procentowych przez: Fed do 1%, EBC - 2% , BoE - 3,5%, BoJ – 0%.

# Niskie stopy procentowe

- Wzrost popytu na kredyt.
- Poprawa zdolności kredytowej przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.
- Wzrost cen aktywów finansowych i nieruchomości.
- Szybki rozwój rynku subprime.
- Spadek premii za ryzyko.
- „Pogoń za zyskami”
  - Udział sektora finansowego w zyskach korporacji amerykańskich wzrósł z 10% w l. 80-tych do 40%.
- A od strony makroekonomicznej:
  - spadek skłonności do oszczędzania, wzrost popytu krajowego (konsumpcyjnego), deficyt na rachunku obrotów bieżących finansowany napływem kapitału portfelowego → wzrost cen obligacji (spadek stóp procentowych);
  - zjawisko globalnych nierównowag.

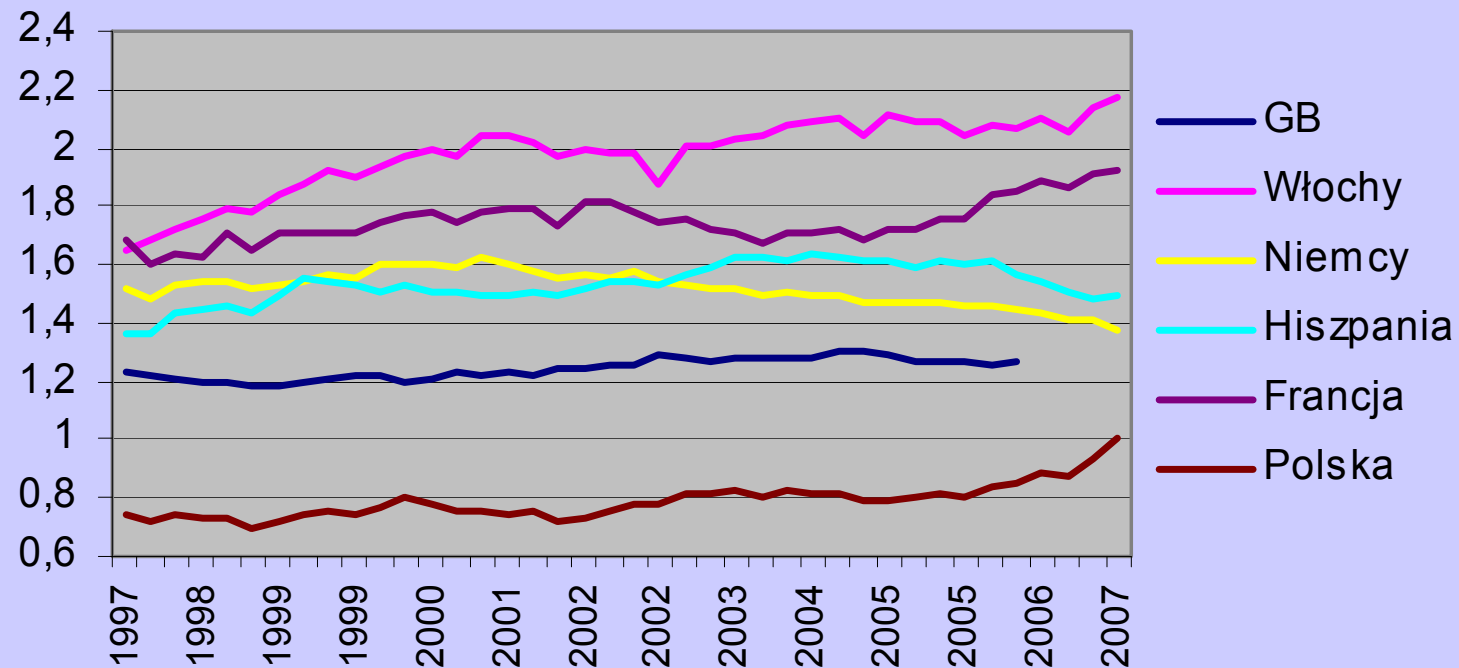
# Przyczyny kryzysu - „pogoń za zyskami”

- Szybki wzrost aktywów banków i pozostałych instytucji finansowych
  - konieczność zapewnienia odpowiedniej bazy kapitałowej;
  - konieczność zapewnienia odpowiednio szybkiego wzrostu pasywów, w tym depozytów podmiotów niefinansowych.
- Alternatywnie - możliwość transferu ryzyka kredytowego dzięki
  - Sekurytyzacji;
  - Kredytowym instrumentom pochodnym.
- Model biznesowy *originate-and-distribute*
  - zamiana kredytów w instrumenty finansowe i ich sprzedaż;
  - asymetria informacji – niepełna po stronie nabywcy;
  - pokusa niedoszacowania ryzyka przy udzielaniu kredytów;
  - znaczny potencjał dla **działań spekulacyjnych** (szybki wzrost kredytów, transfer ryzyka i zatrzymanie prowizji).

# Konkurencja o oszczędności

## Współczynnik kredyty/depozyty\*

3. kwartał 1997 - 2. kwartał 2007



\* Dane o krajach innych niż Polska dotyczą rezydentów.  
Dane o Polsce dotyczą wszystkich depozytów i kredytów

Źródło: Eurostat, NBP.

# Dynamiczny rozwój funduszy inwestycyjnych (SIV)

- Aktywa: długoterminowe obligacje, ABS, MBS, CDO.
- Pasywa: krótkoterminowe zobowiązania (emisja ABCP).
- Ryzyko płynności ← banki gwarantujące linie kredytowe.
- Zysk = rentowność instrumentów długoterminowych – krótkoterminowa stopa procentowa.
- **Potencjał do działań spekulacyjnych.**

# Szybki rozwój rynku kredytów typu subprime

- Gospodarstwa domowe o niskiej wiarygodności kredytowej.
- Niska ocena scoringowa.
- Ograniczone wymogi dokumentacyjne.
- Wysoki wskaźnik LTV.
- Kilkuletnia karencja w spłacie odsetek.
- Aktywność niebankowych instytucji finansowych.



# Spekulacyjna spirala wzrostu cen aktywów finansowych i nieruchomości

- Rozwój innowacji finansowych (SIV, nowe instrumenty finansowe), mało przejrzyste rynki, , niskie standardy, słaba kontrola nadzorców finansowych.
- Asymetria informacji, niepełna wycena ryzyka.
- ABS, MBS używane jako zabezpieczenie zaciąganych kredytów → **„kreacji kredytu”** i mechanizmu **„zabezpieczania kredytu kredytem”**.
- Wysokie zyski napędzane „kreacją kredytu” i niskimi kosztami pieniądza.
- Niedoszacowanie ryzyka, niedopasowanie zapadalności aktywów i pasywów, niska relacja kapitałów do aktywów, spekulacyjny model biznesowy.

# Przebieg kryzysu

- Ryzyko kredytowe pozostało w sektorze finansowym i bankowym.
- Załamanie na rynku nieruchomości uruchamia spiralę spadków - wszystkie przesłanki wcześniejszej spekulacyjnej spirali wzrostów działają obecnie w przeciwnym kierunku.

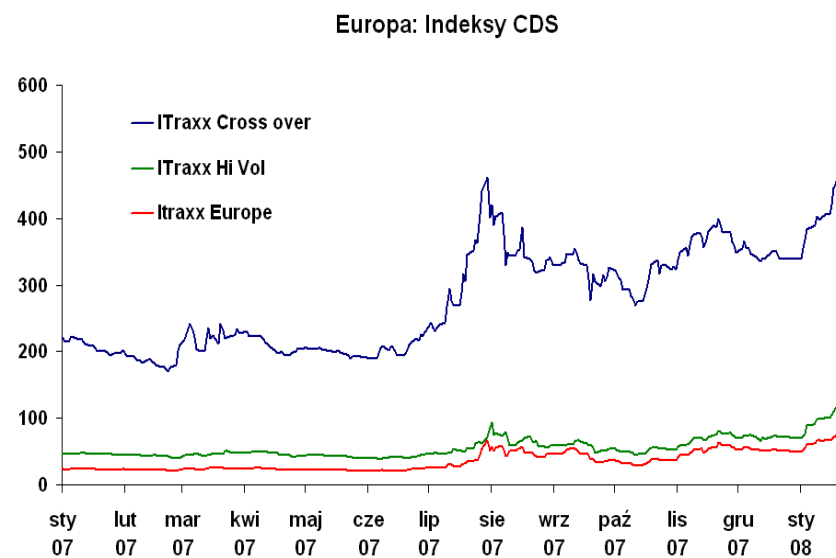
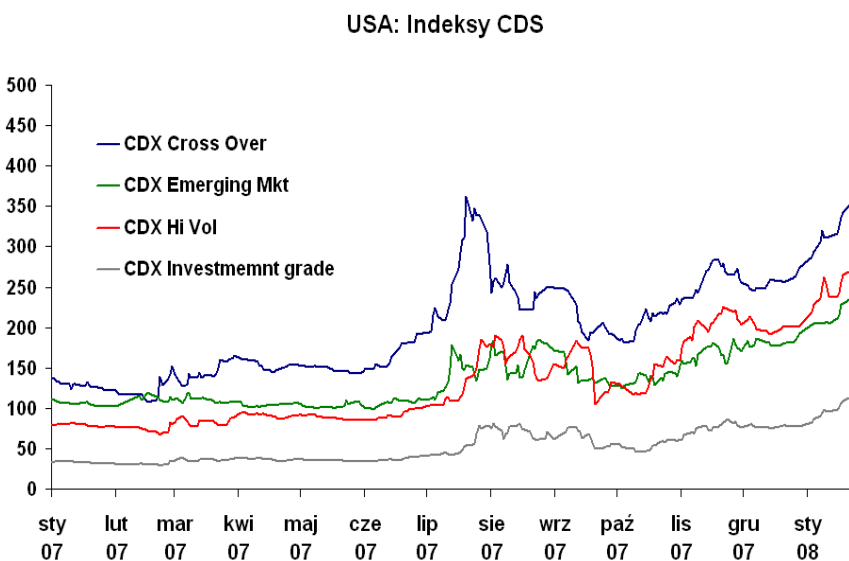
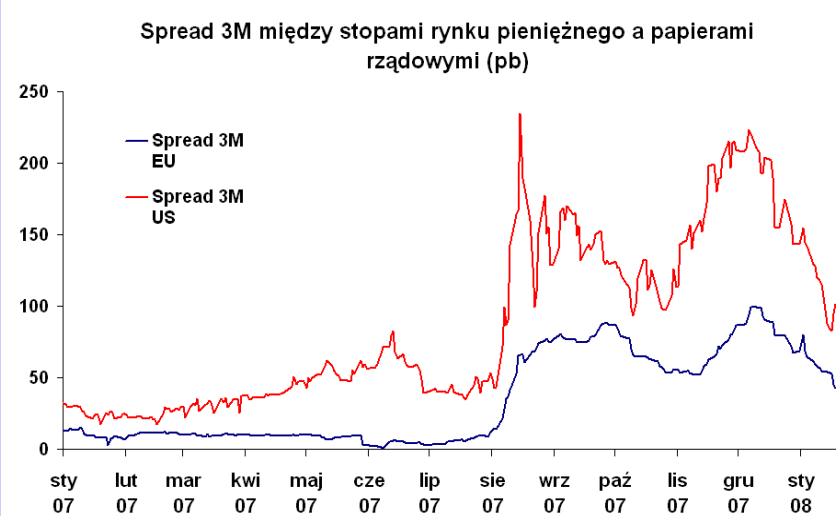
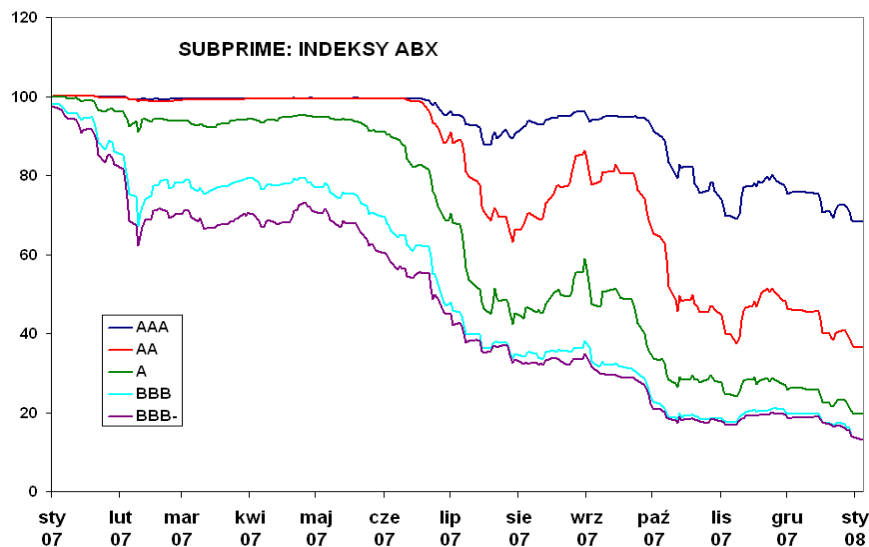
# Rynek nieruchomości

- **Spadek cen nieruchomości** → wartość nieruchomości < kwoty kredytu → przejęcie przez bank nieruchomości i jej sprzedaż → dalszy spadek cen nieruchomości ....
- **Wzrost stóp procentowych/zmiana formuł odsetkowych** → wzrost kosztów obsługi kredytów → utratę zdolności kredytowej → przejęcie nieruchomości → wyprzedaż → spadek cen nieruchomości ...
- **Spowolnienie wzrostu gospodarczego/recesja** → obniżenie dochodów gospodarstw domowych → utrata zdolności kredytowej ...

# Rynek aktywów finansowych zabezpieczonych kredytami

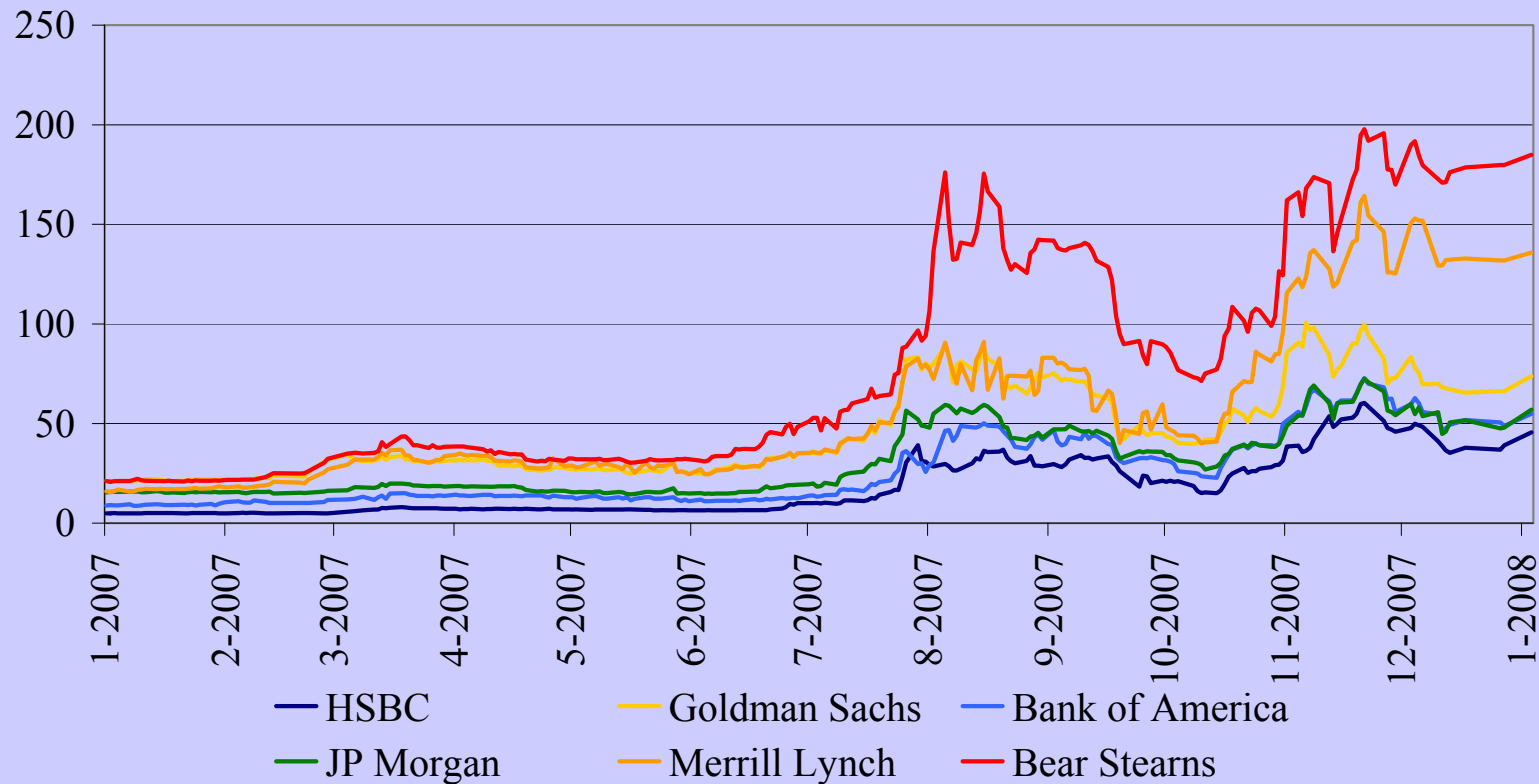
- Spadek cen papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami subprime → wyprzedaż → spadek cen → **wycena wg mark to market** → straty kapitałowe → utrata zaufania → brak dostępu do linii kredytowych, brak dostępu do rynku pieniężnego, wzrost stóp procentowych → konieczność wyprzedaży aktywów (tym większa im większa była ekspansja oparta na kredycie) → przy niskiej relacji kapitałów do aktywów (2% - 3%) **konieczność dokapitalizowania bądź utrata płynności i niewypłacalność.**

# Gwałtowny wzrost obaw o skalę złych długów na rynku subprime - II półrocze 2007 r.



# Kryzys zaufania na rynku międzybankowym – II półrocze 2007 r.

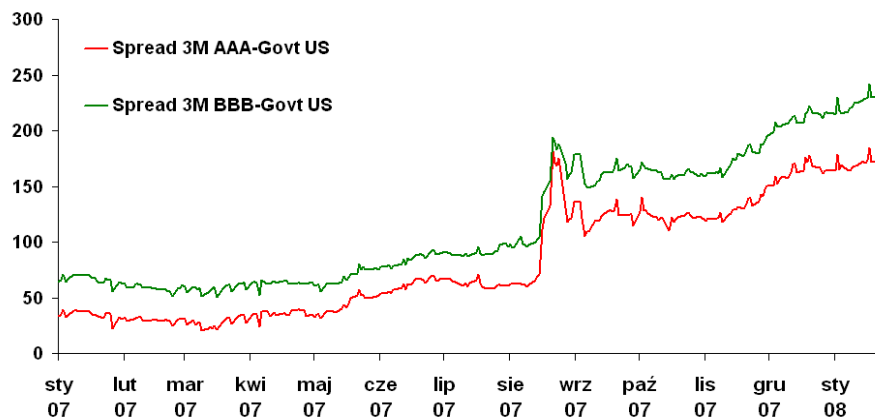
Premie CDS dla wybranych banków



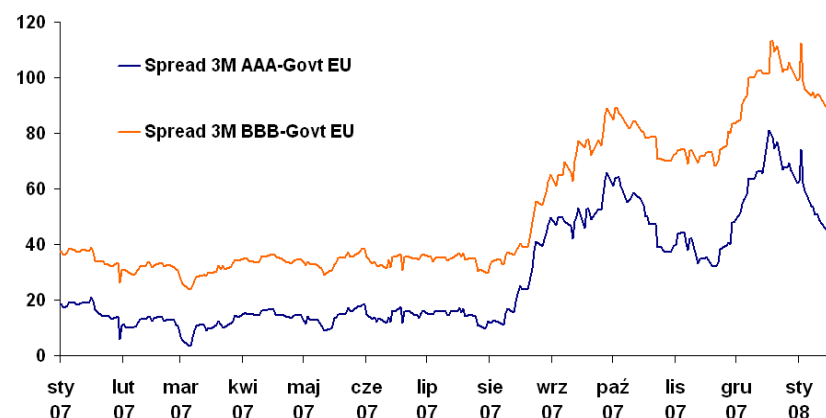
Źródło: Bloomberg.

# Zwiększenie premii za ryzyko inwestycji w papiery korporacyjne

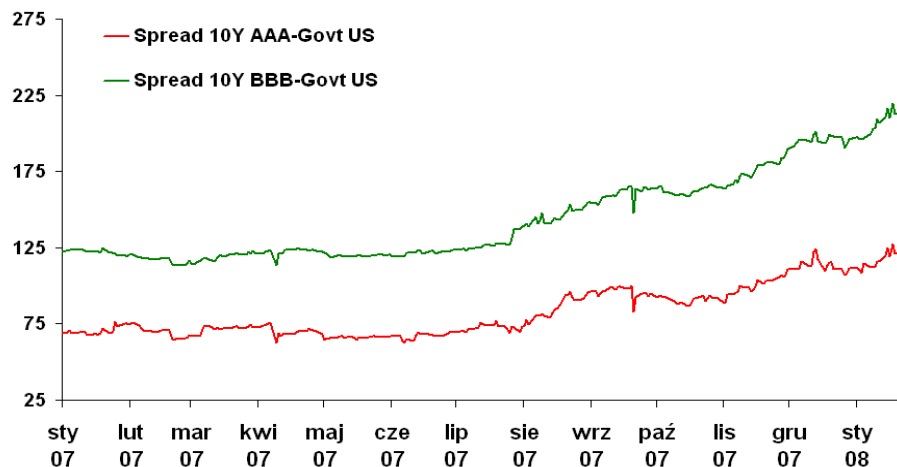
USA: Spread 3M papierów komercyjnych vs 3M papierów rządowych



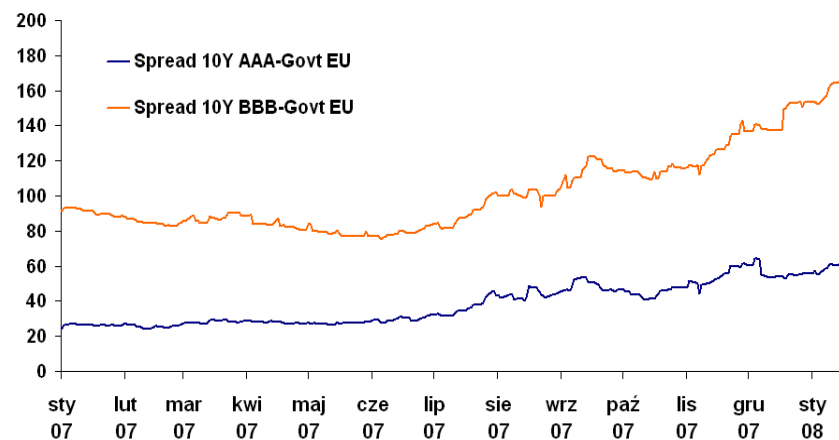
Eurozone: Spread 3M papierów komercyjnych vs 3M papierów rządowych



USA: Spread 10Y między papierami korporacyjnymi a rządowymi



Eurozone: Spread 10Y między papierami korporacyjnymi a rządowymi



# Przebieg kryzysu

- Załamanie cen nieruchomości i powiązanych z nimi aktywów finansowych.
- Kryzys zaufania, płynności i ostatecznie niewypłacalności.
- W poszukiwaniu private sector solutions...
  - Rola sovereign wealth funds (UBS, Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Bear Stearns)
- Oczekiwania dalszych spadków cen na rynkach aktywów → rosnących strat → kolejnych bankructw.



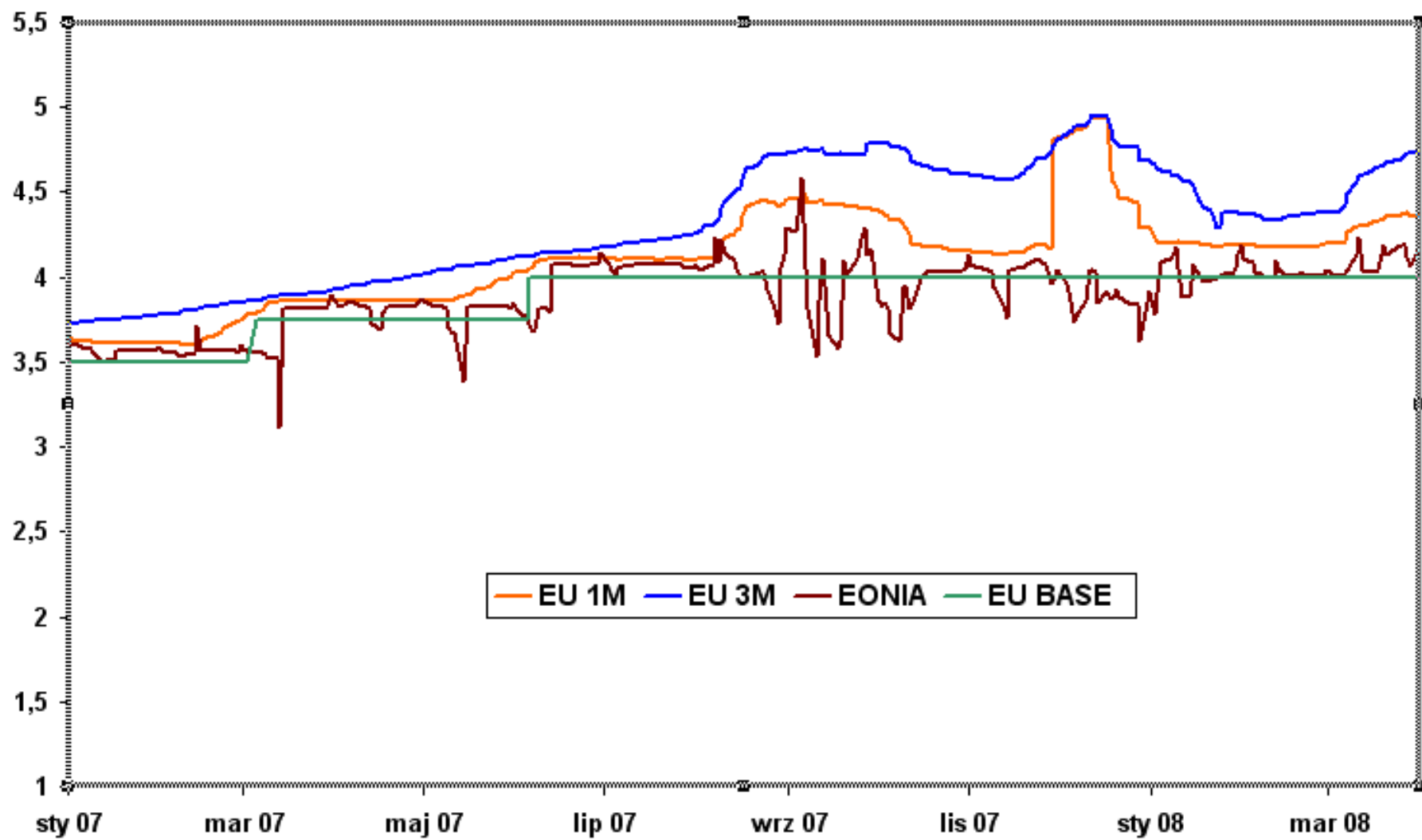
# W poszukiwaniu *clearing price*

- Jak przerwać spiralę spadających cen?
- Straty memoriałowe vs kasowe.
- Private sector solutions warunkowane znalezieniem ceny (równowagi ?), przy której odrodzi się popyt
  - UBS łączne rezerwy 37 mld \$;
  - możliwość pozyskania 15 mld \$ kapitałów od inwestorów innych niż SWF.
- Rola banków centralnych, rządów i nadzorców w rozwiązywaniu kryzysu.

# Działania banków centralnych „typu EBC”

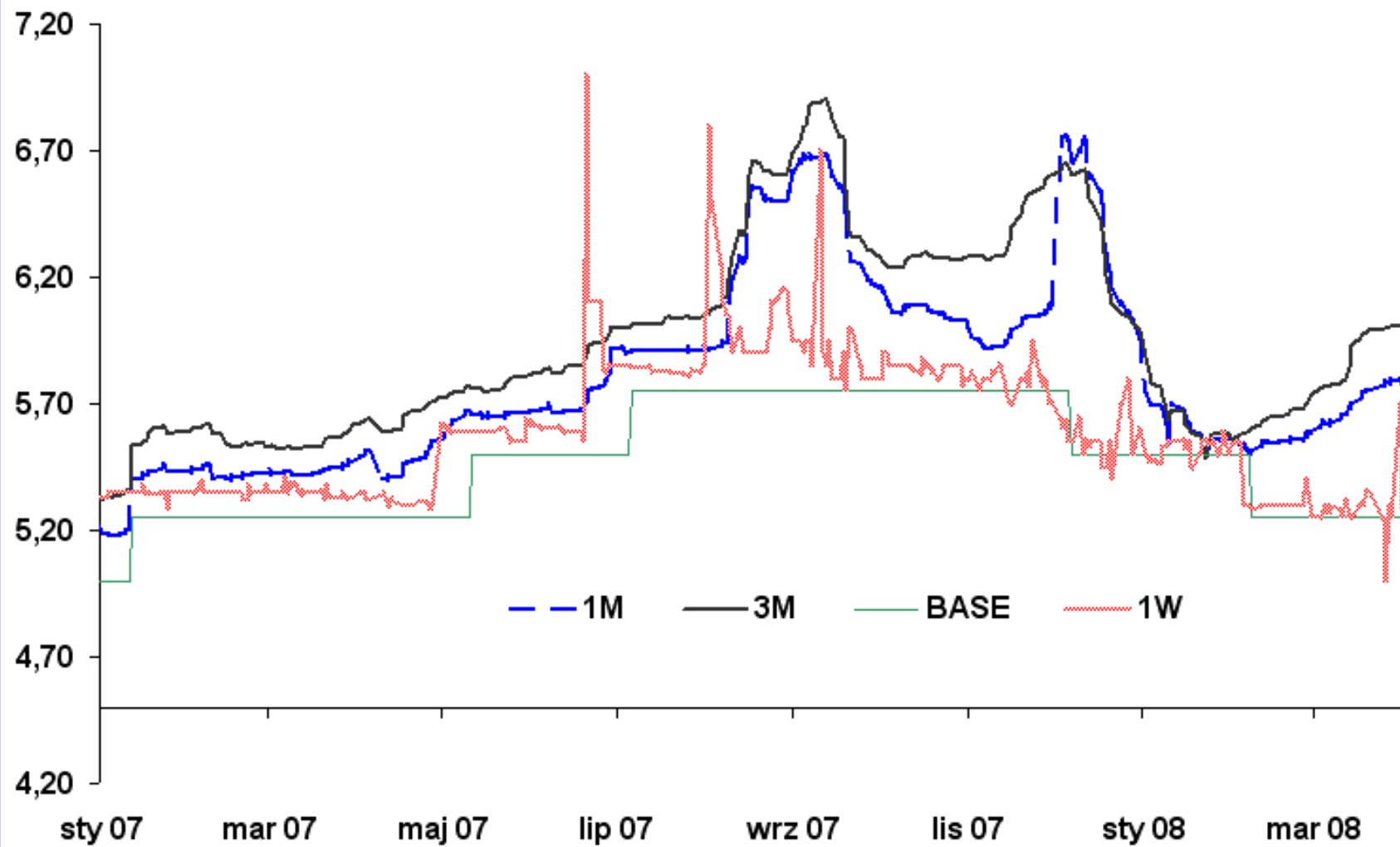
- Zasilanie systemu bankowego w płynność – operacje dostrajające od 1 dnia do 6 miesięcy – cel utrzymanie płynności, uniknięcie paniki, ograniczenie spreadów na rynku pieniężnym.
- Skuteczność ograniczona:
  - nie rozwiązuje problemu strat banków;
  - nie eliminuje nadmiernych spreadów;
  - nie wystarcza do przerwania spirali spadających cen aktywów.

Ale daje czas na identyfikację strat oraz dokapitalizowanie, w tym w ramach private sector solutions.



# Działania banków centralnych „typu BoE”

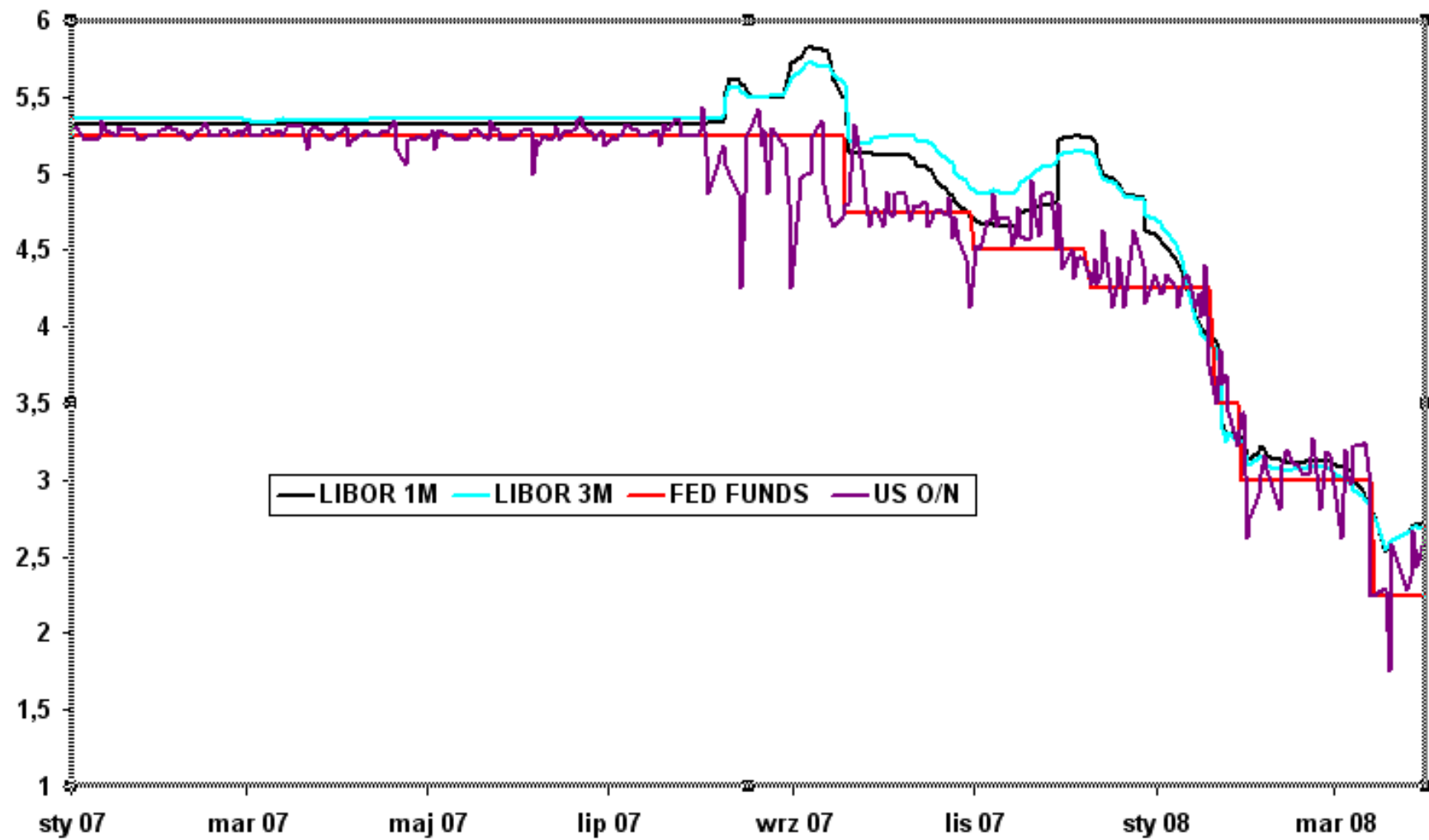
- Operacje zasilające w płynność.
- Rozszerzenie zakresu akceptowanych zabezpieczeń operacji otwartego rynku.
- Współpraca z rządem, FSA.
- Udzielenie Northern Rock kredytu refinansowego
  - rządowe gwarancje depozytów;
  - Nacjonalizacja (55 mld £).
- Brak private sector solutions.
- Ograniczona skuteczność jednak uniknięto paniki w sektorze bankowym.



Obszar wykresu

# Działania banków centralnych „typu Fed”

- Zasilanie systemu bankowego i finansowego w płynność w postaci:
  - operacji otwartego rynku;
  - Term Auction Facility;
  - Term Securities Lending Facilities (wymiana obligacji skarbowych na agencyjne i prywatne MBS).
- Kredyt 30 mld \$ dla JP Morgan na przejęcie Bear Stearns zabezpieczony wyłącznie trudnozbywalnymi aktywami finansowymi.
- Obniżka stopy procentowej Fed z 5,25% (09.2007) do 2,25%.



# Działania banków centralnych „typu Fed”

- Współpraca z rządem. Uzupełnienie działań Fed pakietem fiskalnym.
- Fed korzysta ze wszelkich możliwych instrumentów dla ustabilizowania sytuacji na rynkach finansowych.
- Skuteczność ograniczona. Narzędzia skoncentrowane na leczeniu
  - objawów (brak płynności rynków, zamykanie linii kredytowych);
  - a w mniejszym stopniu nie przyczyn tj. niewypłacalności części instytucji finansowych.



# Wstępne wnioski

- Banki centralne przyjęły na siebie zasadniczy ciężar działań i związanych z tym ryzyk w zarządzaniu kryzysem finansowym.
- Zakres wykorzystywanych narzędzi jest różny i zależy od skali kryzysu oraz mandatu banku centralnego.
- Ograniczona skuteczność działania ściśle związana z misją banku centralnego: „lender of last resort” w przeciwieństwie do „owner of last resort”.
- Działania banków centralnych dały sektorowi prywatnemu 8 miesięcy na identyfikację skali strat i znalezienia adekwatnych rozwiązań.

# Wstępne wnioski

- Podjęte działania okazały się niewystarczające dla powstrzymania spirali spadków.
- Sektor finansowy, poza inwestycjami SWF, jest bezradny w osiągnięciu private sector solutions. Potwierdza to przypadek Northern Rock, ale również Bear Stearns.
- Pojawiają się natomiast postulaty większego i bezpośredniego zaangażowania państwa, jako owner of last resort, w rozwiązanie kryzysu.

# Jednocześnie znane dylematy

- Możliwy konflikt między działaniem banków centralnych na rzecz stabilności finansowej a kontrolą inflacji
  - zasilanie w płynność;
  - obniżki stóp procentowych.
- Kontrola cen towarów i usług konsumpcyjnych czy również cen aktywów
  - brak reakcji w czasach normalnych, kiedy ceny aktywów rosną;
  - dramatyczne działania na rzecz zatrzymania spadku cen aktywów w czasach kryzysowych.

# Wnioski dla Polski: kanały oddziaływania

- Bezpośrednie ekspozycje kredytowe banków wobec banków zagranicznych.
- Zagraniczne finansowanie polskich banków.
- Ryzyko spowolnienia gospodarczego w strefie euro.
- Zaburzenia na rynkach finansowych (kurs walutowy i stopa procentowa) a zdolność kredytobiorców do spłaty kredytu.
- Transfer aktywów.

# Wnioski dla Polski

- Warto mieć jednak na uwadze, że:
  - od kilka lat utrzymuje się wysoka dynamika akcji kredytowej, w tym kredytów hipotecznych;
  - relacja kredyty/depozyty  $> 1$ ;
  - potencjał konwergencyjny do dalszego szybkiego wzrostu aktywów sektora bankowego i finansowego, w tym kredytów;
  - potencjał do rozwoju nowych produktów finansowych oraz niebankowych instytucji finansowych;

# Wnioski...

- Transgraniczny wymiar kryzysu i skoordynowane działanie banków centralnych (grudzień 2007 i marzec 2008)
  - znaczenie ścisłej współpracy między bankami centralnymi.
- Bank systemowo ważny czy sytuacja systemowo ważna
  - przejściowa utrata płynności a niewyplacalność;
  - priorytet w ramach private sector solutions;
  - czy, kiedy i na jakich warunkach kredyt refinansowy.

# Northern Rock i Bear Stearns: wstępne wnioski

- Sytuacja kryzysowa z reguły zaskakuje.
- Problem może być dalece bardziej złożony niż przejściowy brak płynności.
- Należy być przygotowanym na wypracowanie rozwiązania niestandardowego w bardzo krótkim czasie
  - nienaganna współpraca bank centralny-nadzór-rząd w ujęciu krajowym, jak i transgranicznym;
  - relacje z sektorem finansowym;
  - stabilność finansowa dobrem publicznym → współpraca koalicji z opozycją.
- Znaczenie komunikacji z rynkami finansowymi.