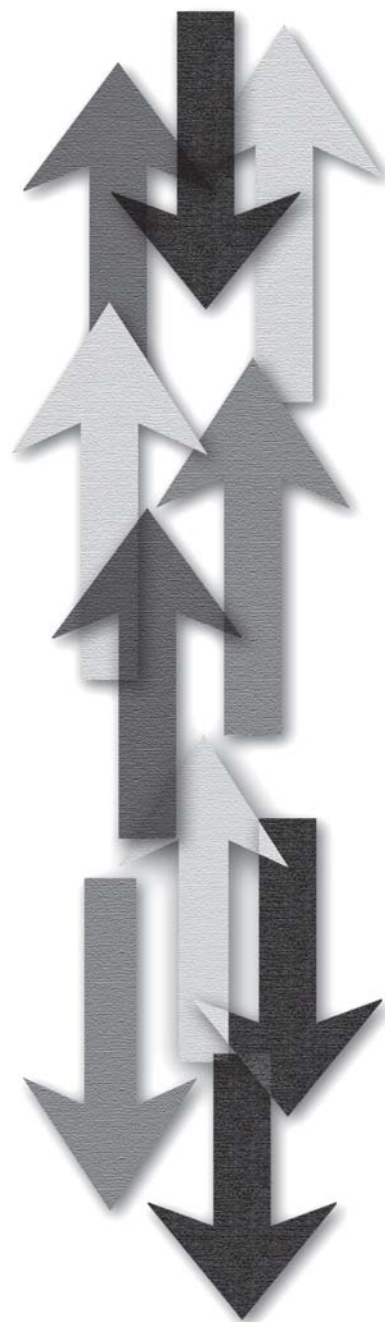


**Kryzys
finansowy
i przyszłość
systemu
finansowego**

The Financial Crisis
and the Future of
the Financial System

CHARLES GOODHART

Nr 100
2 0 0 9



BRE BANK SA



**Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych**

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa

00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA

00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja naukowa

Ewa Balcerowicz

Sekretarz Zeszytów

Krystyna Olechowska

Tłumaczenie

Marcin Łakomski

Projekt okładki

Jacek Bieńkowski

DTP

SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa, 00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

Nakładca

Fundacja BRE Banku, 00-950 Warszawa, ul. Królewska 14

Oddano do druku w maju 2009 r. Nakład 300 egz.

SPIS TREŚCI/TABLE OF CONTENTS

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIÓW	4
WYSTĄPIENIE DR EWY BALCEROWICZ INAUGURUJĄCE JUBILEUSZOWE 100. SEMINARIUM BRE-CASE.....	7
KRYZYS FINANSOWY I PRZYSZŁOŚĆ SYSTEMU FINANSOWEGO/FINANCIAL CRISIS AND THE FUTURE OF THE FINANCIAL SYSTEM.....	9
I. Dźwignia finansowa/I. Leverage	10
II. Cykliczność i regulacje/II. Cyclicity and Regulation	21
III. Co dalej?/III. What will this lead to?	30
IV. Wnioski/IV. Conclusions	33
Przypisy/Endnotes	34

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Marcin Adamczyk	SGGW, SGH	Mieczysław Groszek	BRE Leasing
Piotr Aleksandrowicz	Newsweek	Włodzimierz Grudziński	ZBP
Grażyna Ancyparowicz	GUS	Urszula Grzelońska	SGH
Jarosław Antosik	KBC TFI	Danuta Hofman	NBP
Tadeusz Baczek	INE PAN	Juliusz Jabłecki	NBP
Ewa Balcerowicz	CASE	Kamil Jagodziński	FOR
Leszek Balcerowicz	SGH	Anna Jaros	Ambasada USA
Monika Balcerzak	Prosto Public Relations	Leszek Jasiński	INE PAN
Henryk Bąk	SGH	Andrzej Jurkowski	BFG
Piotr Bednarski		Wojciech Kałkusiński	Emer
Jarosław Bełdowski	FOR	Elżbieta Kamińska	Fitch Ratings
Edgar Beugels		Ewa Kawecka-Włodarczyk	PKiN
Anna Błachnio-Parzych	INP PAN	Piotr Kazimierczyk	AIG Bank Polska
Krystyna Bobińska	INE PAN	Leszek Kąsek	BŚ w Warszawie
Piotr Boguszewski	WNE UW	Kazimierz Kirejczyk	REAS
Joanna D. Bojanowska	BHwW	Stanisław Kluza	KNF
Ewa Bryx-Sołtysik	BRE Leasing	Monika Kobylińska	ING Bank Śląski
Władysław Brzeski	REAS	Andrzej Kondratowicz	Łazarski & WNE UW
Artur Chabowski	PAN	Michał Konopczak	NBP
Michał Chyczewski	MSP	Dorota Kopania	DZ Bank
Dawid Chylaszek	E & Y	Wojciech Kostrzewa	ITI
Krzysztof Cichocki	PAN	Zenon Kowala	Ambasada Belgii w Warszawie
Andrzej Cylwik	CASE Doradcy	Oskar Kowalewski	SGH
Jacek Czabański	White & Case	Robert Kowalski	MSP
Robert Czajkowski	Bank Sal. Oppenheim	Tomasz Kowalski	KBC TFI
Adam Czyżewski	Orlen	Edward Kozłowski	REAS
Pasquale D'Apice	CASE	Jerzy Koźmiński	PAFW
Marek Dąbrowski	CASE	Ineza Królik	MZ
Zbigniew Dobosiewicz	WSHiP	Leszek Kubiak	
Paweł Dobrowolski		Kamil Kulesza	PAN
Jacek Duda	BPH	Wojciech Kwaśniak	NBP
Ludomir Duda		Sebastian Lecléf	CASE
Maria Dunin-Wąsowicz		Dariusz Ledworowski	Rabobank Polska
Piotr Dziewulski		Jacek Łaszek	NBP
Lesław Gajek	KNF	Paweł Łęcki	SGH
Piotr Gałuszyński	White & Case	Anita Majewska	Ambasada Wielkiej Brytanii
Marzena Gawrońska	UW	Agnieszka Malec	zeb/rolfes.schierenbeck. associates sp. z o.o.
Radomir Gibala	Ernst & Young Polska	Kazimierz Małecki	KIR
Charles Goodhart	London School of Economics	Krzysztof Marczewski	IBRKW
Michał Górzyński	CASE-Doradcy	Krzysztof Markowski	BIK
Joanna Grabowska		Krzysztof Marszałek	BHwW
Mariusz Grendowicz	BRE Bank	Marzena Maselewska	WNE UW
Karolina Gręda	SGH		
Witold Grostal	NBP		

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Elżbieta Mączyńska	Prezes PTE	Beata Słomińska	UKIE
Witalij Metelski		Paweł Smardz	BPH
Ryszard Michalski	IBRKK	Paweł Sobolewski	NBP
Marek Misiak	NŻG	Józef Sobota	NBP
Robert Moreń	Pekao	Jacek Socha	PwC
Andrzej Muszyński	PTE	Wanda Sokołowska	SGH
Jarosław Neneman	UŁ	Barbara Sokołowska	IBRKK
Grażyna Niedbalska	PAN	Marek Sowa	PwC
Michał Obłój	zeb/rolfes.schierenbeck. associates sp. z o.o.	Maciej Stańczuk	WestLb
Henryk Okrzeja	BRE Bank	Piotr Stasiak	Polityka
Krystyna Olechowska	CASE	Szymon Stellmaszyk	ZBP
Andrzej Olechowski		Wiesław Stempkowicz	MG
Tadeusz Ołdakowski	GUS	Andrzej Stopczyński	KNF
Paweł Opolski	Pekao	Leszek Sykulski	IG
Krzysztof Osiak	Comarch	Jan Szambelańczyk	AE w Poznaniu
Jacek Osipiński	NBP	Agata Szczap	White & Case
Wojciech Paczyński	CASE	Wiesław Szczuka	BRE Bank
Tadeusz Parys	KNF	Piotr Szpunar	NBP
Maria Pasło-Wiśniewska	Central European Pharma- ceutical Distribution	Olgierd Szytejko	WNE UW
Adam Pawlikowski	NBP	Paweł Świeboda	demosEuropa
Leszek Pawłowicz	GAB	Przemysław Świtalski	PAN
Joao Pereira		Łukasz Tarnawa	PKO BP
Piotr Piłat	MF	Marta Tarnowska	ING Bank Śląski
Karina Piwarska	PAN	Krzysztof Telega	BOŚ
Ewa Piwowar	BPH	Frank ter Borg	Ambasada Holandii
Adam Płociński	KNF	Jerzy Thieme	
Adrian Podhorodecki	BRE Bank	Adam Tochmański	NBP
Zbigniew Polański	SGH	Artur Tomala	
Wojciech Ponikiewski	MSZ	Andrzej Topiński	BIK
Marta Postuła	MF	Dobiesław Tymoczko	NBP
Sławomir Pycko	GPW	Halina Wasilewska-Trenker	RPP
Andrzej Raczko	KNF	Maciej Wierzyński	TVN
Emil Radziszewski	KNF	Łukasz Witkowski	BRE Bank
Artur Radziwiłł	McKinsey	Marcin Witkowski	Allianz Bank Polska
Andrzej Reich	NBP	Paweł Wojciechowski	Prezes PAIZ
Wojciech Rogowski	NBP	Marcin Wolski	SGH
Wiesław Rozłucki	PID	Magdalena Wróbel	INP PAN
Anna Ruzik	CASE, SGH	Paweł Wyczański	NBP
Andrzej Saniewski	AIG UG	Andrzej Wysokiński	Dewey & LeBoeuf
Elżbieta Sawicka	PKO BP		Grzesiak LP
Katarzyna Seweryniak	KNF	Jadwiga Zaręba	BPH
Katarzyna Sidoruk	SGH	Karolina Ziółkowska	KDPW
Tomasz Skurzewski	MF	Andrzej Żor	

Charles Goodhart (ur. w 1936 r.), emerytowany profesor bankowości i finansów London School of Economics, wniósł wybitny wkład w rozwój teorii pieniądza i polityki pieniężnej oraz nadzoru finansowego.

Przez 17 lat pracował w Banku Anglii jako doradca ds. monetarnych. W 1997 roku został nominowany na 3-letnią kadencję (do maja 2000 roku) jako jeden z czterech niezależnych, zewnętrznych członków nowoutworzonego Komitetu Polityki Pieniężnej (*Monetary Policy Committee*) Banku Anglii. Wrócił do Banku Anglii w roku 2002 i do 2004 roku był doradcą prezesa ds. stabilizacji finansowej.

Profesor Goodhart jest autorem wielu książek, podręczników akademickich i artykułów. Początkowo obszarem badań prof. Goodharta była historia pieniądza. Pierwsza publikacja „Rynek pieniężny Nowego Jorku, 1900–1913” (*The New York Money Market, 1900-1913*) była syntezą jego pracy doktorskiej, druga dotyczyła bankowości Wielkiej Brytanii w tym samym okresie (*The Business of Banking, 1891-1914*). Później w obszarze jego zainteresowań znalazła się teoria pieniądza i polityka pieniężna, bankowość centralna, system finansowy, nadzór finansowy i rynki walutowe. Opublikował m. in. *Money, Information and Uncertainty* (wyd. 2 – 1989); *Monetary Theory and Practice* (1984); *Central Bank and The Financial System* (1995), a także studium instytucjonalne *The Evolution of Central Banks* (wydanie popr. 1988 r.).

Wystąpienie dr Ewy Balcerowicz inaugurujące jubileuszowe 100. seminarium BRE-CASE

Panie i Panowie,

W imieniu BRE Banku i CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych witam serdecznie na jubileuszowym, 100. seminarium BRE Bank–CASE. Na sali widzę tylu wybitnych gości, że nawet nie będę próbowała ich wymienić, ponieważ z pewnością kogoś bym pominęła.

*

Dzisiejszym seminarium świętujemy długą wspólną inicjatywę organizowania otwartych dla publiczności seminariów poświęconych sektorowi finansowemu i bankowemu, finansom publicznym, i innym ważnym tematom ekonomicznym znajdującym się w centrum zainteresowania w Polsce i na świecie. SeminaRIA te zostały zainicjowane w maju 1992 roku, wspólnym wysiłkiem CASE, ówczesnie nowego prywatnego *think tanku* i PBR – Polskiego Banku Rozwoju, nowego polskiego banku. Jest mi niezmiernie miło, że wiele z osób, które wspierały ideę powołania serii seminariów i wywarły wpływ na ich misję i program w pierwszym, początkowym okresie, przyjęły zaproszenie na dzisiejsze jubileuszowe seminarium. W szczególności chciałabym serdecznie powitać pana Wojciecha Kostrzewę, który jest współtwórcą seminariów, oraz panów Mieczysława Groszka, Macieja Stańczuka i Krzysztofa Telegę – wówczas pracowników PBR, którzy wnieśli wkład – ze strony banku – w wypracowanie programu seminariów.

Po połączeniu PBR z BRE Bankiem w 1998 roku seminaRIA były organizowane dzięki hojnemu wsparciu BRE Banku. Chciałabym w tym miejscu serdecznie podziękować kolejnym prezesom BRE Banku, panom Wojciechowi Kostrzewie, Sławomirowi Lachowskiemu i Mariuszowi Grendowiczowi za ich niezawodne wsparcie. Od roku 2006 koordynacja – po stronie naszego partnera – została przesunięta z banku do Fundacji BRE Banku, którą kierował najpierw pan Andrzej Żor, a obecnie pan Henryk Okrzeja.

Od samego początku byłam osobą odpowiedzialną za seminaRIA, pozwólcie więc Państwo, że podam kilka danych opisujących dorobek naszej wspólnej serii seminaryjnej:

- 371 panelistów wystąpiło na 99 seminariach, które zostały zorganizowane w latach 1992–2008; jest mi niezmiernie miło, że wielu z nich jest dzisiaj z nami;
- W seminariach wzięło udział ok. 7000 słuchaczy;
- W serii wydawniczej Zeszyty BRE Bank–CASE opublikowane zostały 103 publikacje;
- Wszystkie Zeszyty są udostępnione na stronach internetowych CASE i BRE Banku;
- Papierowe wydania Zeszytów są w zbiorach 73 bibliotek ekonomicznych polskich uniwersytetów.

*

Dzisiejsze seminarium jest szczególne nie tylko dlatego, że jest 100., ale także dlatego, że mamy dziś wyjątkowego mówcę, profesora Charlesa Goodharta.

Profesor Charles Goodhart wniósł wybitny wkład w rozwój teorii pieniądza i polityki pieniężnej oraz nadzoru finansowego. Karierę naukową rozpoczynał na Uniwersytecie Cambridge, a kontynuował ją w London School of Economics, gdzie najpierw był wykładowcą teorii pieniądza (w latach 1967–1969), a następnie przez blisko dwadzieścia lat (1985–2002) był profesorem bankowości i finansów. W 1986 roku wraz z profesorem Mervynem Kingiem założył w LSE tzw. Financial Markets Group (FMP), wiodący ośrodek badawczy w Europie zajmujący się rynkami finansowymi. Od 1987 roku jest dyrektorem programowym FMP w dziedzinie regulacji i stabilizacji finansowej.

Przez 17 lat profesor Goodhart pełnił funkcję ekonomisty ds. pieniądza w Banku Anglii, którego w roku 1980 został głównym doradcą. Opracował strategię przeciwdziałania kryzysowi finansowemu w Hongkongu w 1983 roku, był także autorem ustanowienia sztywnego powiązania pomiędzy dolarem hongkońskim a dolarem amerykańskim, i w rezultacie przez kilkanaście lat, bo do 1997 roku, zasiadał w Komitecie Doradczym Hong Kong Exchange Fund. W 1997 roku został nominowany na 3-letnią kadencję (do maja 2000 roku) jako jeden z czterech niezależnych, zewnętrznych członków nowo utworzonego Komitetu Polityki Pieniężnej (*Monetary Policy Committee*) Banku Anglii. Wrócił do Banku Anglii w latach 2002–2004 jako doradca prezesa ds. stabilizacji finansowej.

Absolwent Uniwersytetu Cambridge (B. A. 1960) i Uniwersytetu Harvardzkiego (Ph. D. 1963).

Początkowo obszarem badań prof. Goodharta była historia pieniądza. Pierwsza publikacja „Rynek pieniężny Nowego Jorku, 1900–1913” (*The New York Money Market, 1900–1913*) była syntezą jego pracy doktorskiej, druga dotyczyła bankowości Wielkiej Brytanii w tym samym okresie (*The Business of Banking, 1891–1914*). Później jego zainteresowania przesunęły się w kierunku teorii pieniądza i polityki pieniężnej, bankowości centralnej, systemu finansowego, nadzoru finansowego i rynków walutowych.

Profesor Goodhart jest autorem wielu książek, podręczników i artykułów.

W wolnym czasie jest hodowcą owiec; to zajęcie pochłania wolną gotówkę, którą zarobił gdzie indziej. Zastanawiam się, czy kryzys finansowy zweryfikował tę inwestycję w hodowlę owiec zamiast w aktywa finansowe.

Jesteśmy bardzo wdzięczni Panu Profesorowi za wygospodarowanie jednego dnia w bardzo wypełnionym kalendarzu na przyjazd do Warszawy.

Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego

Jak można się domyślić z krótkiego wprowadzenia, pracuję w tej dziedzinie już dość długo – może zbyt długo. Już miałem cieszyć się wygodnym życiem emeryta, gdy kryzys finansowy ostatniego półtora roku zmusił mnie do bardziej wyłożonej pracy. Niedawno rozmawiałem z zastępcą szefa FDIC¹ w Stanach Zjednoczonych Michaelem Krimmingem. Powiedział mi, że od trzech miesięcy nie miał ani jednego wolnego weekendu. Gdy przychodzi do biura w sobotę rano, powtarza sobie: „Jeszcze tylko dwa dni robocze i zacznie się kolejny tydzień”.

Chciałbym gorąco podziękować CASE i BRE Bankowi za zaproszenie na seminarium. Szczególnie gorąco dziękuję pani Ewie Balcerowicz i panu Mariuszowi Grendowiczowi za gościnę. Czuję się tu jak u siebie w domu, bo widzę, że Państwo gotowi są mnie wysłuchać, a następnie – mam nadzieję – zadać mi pytania w języku angielskim. Z pełną pokorą przyjmuję do wiadomości fakt, że wszyscy Państwo mówią po angielsku podczas gdy ja nie znam polskiego.

Financial Crisis and the Future of the Financial System

You will have gathered from my introduction that I have been working in this field for rather too long. I had hoped to be enjoying a comfortable retirement, but the financial crisis over the last 18 months has made me work harder than I would wish. Yesterday I was talking to the person who is second in command at the FDIC¹ in the US, Michael Krimminger, who was saying that for the last three months he has not had a weekend. When they go in to work on Saturday morning, they say to each other, “There are only two more working days until the week begins again.”

I am extremely grateful to CASE and to BRE Bank for inviting me over, and in particular to Ewa Balcerowicz and to Mariusz Grendowicz for being my hosts today. I also feel very much at home because you are all prepared to listen to me and, I hope, to ask questions in due course in English. It is very humbling for me that you all know my language and I do not know yours.

*

*

Tematem dzisiejszego seminarium jest kryzys finansowy, jego przyczyny i dalsze losy. Na początek chciałbym omówić dwa wzajemnie powiązane zjawiska.

I. Dźwignia finansowa

Pierwsze zjawisko to dźwignia finansowa. Jak wiadomo, jest to stosunek kapitału własnego do sumy aktywów lub też stosunek kapitału do zadłużenia zewnętrznego. Wiadomo również, że obecny kryzys wiąże się z cyklem dźwigni finansowej. Przed rokiem 2006 i 2007 nastąpił ogromny wzrost dźwigni finansowej, ponieważ instytucje finansowe akceptowały dużo wyższy wskaźnik zadłużenia do kapitałów własnych. Z kolei przez ostatnie 18 miesięcy instytucje finansowe starały się zmniejszyć dźwignię finansową, czyli wskaźnik swego zadłużenia bilansowego, tak by wrócić na ścieżkę bezpieczeństwa działania.

Należy zadać pytanie, jak powstała owa cykliczność, czy też cykl od wzrostu akcji kredytowej do jej redukcji, i dlaczego regulacje finansowe nie osłabiły stopnia tej cykliczności lub też procykliczności przede wszystkim w ekspansji akcji kredytowej i późniejszej redukcji owej ekspansji.

Większość przedsiębiorstw przemysłowych i usługowych ma relację zadłużenia do funduszy własnych na poziomie 2: 1 lub 3: 1. Z kolei wiele banków, i chciałbym zauważyć, że zwłaszcza banków europejskich, miało ogromnie wysoki wskaźnik zadłużenia do kapitałów własnych, w wielu przypadkach przekraczający 50. Można tu wskazać wiele

We are here to talk about the financial crisis, and how it has occurred, and where we might go from here. I want to start by saying that there are two key interrelated concepts.

I. Leverage

The first one is leverage, which as you know is defined as the ratio of owned capital or equity to total assets, or again as the ratio of equity to borrowed funds or debt. As you know, the crisis has been marked by a cycle of leverage, with a huge increase in the leverage of financial institutions taking on a much higher ratio of debt to equity in the run-up to 2006-2007, which has been followed in the course of the last 18 months by an on-going attempt by financial institutions to de-lever, to reduce the amount of debt that they have on their balance sheets, to try and claw their way back to safety.

One of the issues involved is how did this cyclicity, or cycle, in credit expansion and then credit reduction, take hold, and why did not financial regulation do something to mitigate or lessen the degree of cyclicity or pro-cyclicity that we had, first of all in credit expansion and then reduction in credit expansion.

Most ordinary enterprises have a debt to equity ratio of perhaps 2 or 3 if they are operating in a service industry or in manufacturing industry. Many banks, and I would have to say especially the European banks, had an enormously high debt to equity ratio. In a number of cases it approached, or was over, 50

znanych przykładów. UBS, Deutsche Bank czy Barclay's miały wskaźnik dźwigni finansowej powyżej 50.

Northern Rock pod koniec swego funkcjonowania miał dźwignię finansową znacznie powyżej poziomu 50: 1. W lipcu brytyjska Komisja Nadzoru Finansowego (FSA) badała sytuację banku i stwierdziła, że jego wskaźnik adekwatności kapitałowej zgodnie z Bazyleą II jest na tyle dobry, że bank może zwiększyć dywidendę, choć ma dźwignię przekraczającą 50: 1. Dźwignia finansowa na poziomie większym niż 50: 1 oznacza, że wskaźnik kapitałów własnych, odwracając zależność, jest poniżej 2 proc.. Zgodnie z ustawą o usprawnieniu działalności FDIC (*FDIC Improvement Act*), bank o wskaźniku kapitałów własnych niższym niż 2 proc. aktywów jest mocno niedokapitalizowany i albo musi otrzymać zastrzyk dodatkowego kapitału, albo powinien zakończyć działalność w ciągu 2 lub 3 miesięcy. Tak więc mieliśmy do czynienia z sytuacją, gdy europejski bank został uznany za dostatecznie dokapitalizowany według Bazylei II, mimo że był on mocno niedokapitalizowany jeśli patrzeć na prosty, standardowy wskaźnik dźwigni finansowej.

Banki amerykańskie, choć dużo bardziej narażone na problemy rynku *subprime* i rynku hipotecznego, ogólnie radziły sobie wcale nie gorzej niż banki europejskie między innymi dlatego, że podlegały przepisom ustawy o usprawnieniu działalności FDIC, i obowiązywał je wskaźnik dźwigni finansowej, którym trudniej było manipulować za pomocą zabiegów regulacyjnych.

Jak więc mogliśmy znaleźć się w dzisiejszej sytuacji oraz dlaczego banki gotowe były aż tak bardzo zwiększać dźwignię finansową w okresie od początku nowego tysiąclecia do roku 2007?

times. I could give you some names that are perfectly well known. UBS, Deutsche Bank, Barclay's – all had leverage ratios that were about 50.

Northern Rock, towards the end, had a leverage ratio that was considerably greater than 50. Northern Rock in July was examined by the Financial Services Authority in the UK, and the FSA said that its capital adequacy requirement under Basel II was sufficiently good so that it could increase its dividend, at a time when its leverage ratio was over 50. A leverage ratio that is over 50 implies that it has a capital ratio, turning it around the other way, which is under 2 percent. And under the FDIC Improvement Act, a bank which has a capital ratio which is under 2 percent of its assets is severely undercapitalised and is required either to obtain additional capital or has to be closed down within 2 or 3 months. So we had a situation where a European bank was thought to be well capitalised under Basel II and yet was severely undercapitalised if you look at a simple standardised leverage ratio.

One of the reasons why the American banks, although they were much more exposed to the difficulties of the sub-prime market and the mortgage market, had on the whole not fared any worse than the European banks is that they were also subject to the FDIC Improvement Act, and they were subject to a leverage ratio, which was in the event less capable of being gamed by regulatory measures.

How, and why, did we get to the point that banks were prepared to expand leverage so enormously over the early years of the new millennium up to about 2007?

1. Przyczyny wysokiej dźwigni finansowej

Dążenie do utrzymania wysokiej stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE) w sytuacji niskich stóp procentowych

Bankom zależało na tym, by utrzymać stopę zwrotu z kapitału własnego, i to w okresie, w którym stopy procentowe bardzo spadły, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych. Kiedy spadały marże banków (*spreads*), stopę zwrotu z kapitału własnego można było utrzymać tylko poprzez zmniejszenie udziału kapitałów własnych w sumie bilansowej. Innymi słowy, banki zwiększały dźwignię finansową, by równoważyć malejące marże i utrzymać wskaźnik zwrotu z kapitału. W owym okresie rynki kapitałowe wydawały się oczekiwać wysokiego zwrotu z kapitału rzędu 15–20 proc., przy czym stopa musiała być dość stabilna. Zapewniano to, podnosząc dźwignię finansową.

Taki wzrost dźwigni finansowej poprzez podnoszenie relacji zadłużenia do kapitałów własnych w sposób oczywisty zwiększa ryzyko działalności banków. Jednakże w okresie 1992–2006 zarządzanie makroekonomiczne odnosiło takie sukcesy, że prawie wszystkim wydawało się wówczas, że ogólnie ryzyko spadło. A ponieważ uznano, że ryzyko generalnie obniżyło się, to można zwiększać dźwignię, nie zwiększając znacząco ryzyka.

Może pamiętają Państwo, jak premier mojego kraju, Gordon Brown, ogłosił dość butnie, że zażegnano wszelkie cykle. Panowało powszechne przekonanie, że w obliczu każdego spadku koniunktury banki centralne, a zwłaszcza Rezerwa Federalna, są

1. Factors causing high leverage

Maintain Return on Equity (RoE) when interest rates are low

There was a desire by banks to maintain their return on equity, and that at a time when interest rates had come very low, particularly in the US during these years. When the margin, or spread, that a bank can make has been lowered, the only way that you can maintain your return on equity is to make equity a smaller share, a smaller proportion, of your total balance sheet. In other words, what they were doing was that they were increasing their leverage to offset the declining margins, in order to maintain their return on equity. The capital markets then seemed to require a high return on equity on the order of 15 to 20 percent, and one that was frequently held fairly steady. This was achieved by raising leverage.

An increase in leverage of this kind, by raising the debt to equity ratio, clearly increases the risk that banks were facing. But macroeconomic management had been so generally successful during the years between 1992 and 2006 that more or less everyone thought that overall risk had gone down. Because they thought that overall risk had gone down, they felt able to raise leverage without thereby increasing the risk so very much.

You may, or may not, recall my own Prime Minister, Gordon Brown, declaring with a degree of hubris that they had banished boom and bust. There was a general belief that the central banks, by responding to any downturn sufficiently aggressively, particularly the Federal Reserve, were able to mop up any

w stanie zapobiec negatywnym efektom poprzez wystarczająco szybkie i agresywne działanie (politykę tę wiązano z osobą szefa Fedu i określano mianem „*Greenspan Put*”).

Amerykańska polityka monetarna obiecywała niskie krótkoterminowe stopy procentowe

Co więcej, w latach 2002–2004 Rezerwa Federalna posunęła się jeszcze dalej, przewidując, że krótkoterminowe stopy procentowe będą utrzymywać się na bardzo niskim poziomie przez dłuższy czas. Pośrednictwo finansowe zasadniczo polega na tym, by zadłużać się na krótki termin i odpożyczać środki na długi termin. Jeśli bank centralny daje wiarygodną gwarancję, że przez długi okres utrzyma bardzo niskie stopy procentowe, to tak jakby namawiał każdego pośrednika finansowego do zwiększania zadłużenia i dźwigni finansowej, bowiem da się na tym sporo zarobić, biorąc z rynku tanio na krótki termin i pożyczając klientom na dłużej na wyższy procent. W gruncie rzeczy więc działania Fedu zachęcały do jeszcze większego korzystania z dźwigni niż miałyby to prawdopodobnie miejsce bez takiej polityki monetarnej.

To powszechne przekonanie, że wyeliminowaliśmy ryzyko, rozwiązaliśmy problem zarządzania makroekonomicznego, a Alan Greenspan potrafi chodzić po wodzie, zrodziło też oczekiwanie, że ceny aktywów będą stale rosnąć.

Oczekiwania dalszego wzrostu cen aktywów

Przeciętne ceny domów i mieszkań w Stanach Zjednoczonych nigdy nie spadały, a przynajmniej nie spadały znacząco od końca II wojny światowej. Być

adverse effect by a quick enough and sufficiently aggressive response; the Greenspan Put, as it was commonly known.

US monetary policy promised future low short-term rates

Moreover, during the years from about 2002 well into 2004, the Federal Reserve went so far as to promise, to forecast, that very short-term interest rates would be maintained at such very low levels for a fairly considerable length of time. Financial intermediation is largely about borrowing short to lend long. If your central bank promises with a degree of credibility that it is going to hold short rates very low for a fairly long foreseeable length of time, that is more or less the equivalent to telling every financial intermediary around to pile on the debt, pile on the leverage, because you will make a lot of money, because you will be borrowing cheap short to lend to someone at somewhat higher rates at a longer term. The Fed's actions had the effect of actually encouraging even more assumption of leverage than might otherwise have occurred.

Another feature of this belief that we have somehow conquered risk, that we had somehow dealt with the problems of macroeconomic management, that Alan Greenspan could walk on water, was an expectation that there would be continuing increases in asset prices.

Expectations of future increases in asset prices

Housing prices in the United States had never declined on average, or at least not significantly so

może nie rosły przez rok czy dwa, ale nie dłużej. Średnio ceny w całych Stanach Zjednoczonych nigdy nie spadały od 1946 r. W pewnych sytuacjach ceny domów w niektórych regionach kraju spadały: w Nowej Anglii w latach 1991–1992; w stanach produkujących ropę naftową pod koniec lat 80. XX wieku, gdy ceny ropy mocno spadły; w jakimś momencie – w Kalifornii. Ale w ujęciu przeciętnym, dywersyfikując inwestycje mieszkaniowe na całe Stany Zjednoczone, w tym okresie ceny domów nigdy nie spadły.

Dlatego też posługując się modelem do oszacowania przyszłych cen nieruchomości i ekstrapolując dotychczasowe trendy, otrzymywało się bliskie zeru prawdopodobieństwo spadku ceny domów – prawdopodobieństwo niezerowe, ale bliskie zeru.

Gdyby ceny domów rosły bez końca, to rynek *sub-prime* byłby całkiem bezpieczny. Nie byłoby problemu! Wiadomo jak funkcjonowały oferowane dla zachęty stopy procentowe, tzw. *teaser rates*. Wiemy, że akcja kredytowa była zbyt agresywna, bo po okresie obowiązywania tych szczególnie niskich stóp (*teaser rates*) (dwa lub trzy lata) kredytobiorca nie byłby w stanie spłacać zmienionego (wyższego – przyp. red.) oprocentowania. W gruncie rzeczy system nie był agresywny, nie był oparty na takiej zasadzie, i w zamierzeniu system wcale nie miał funkcjonować tak agresywnie.

Koncepcja była tu następująca. Kredyty udzielano po stopach „na zachętę”, na tyle niskich, by mogli sobie na nie pozwolić zwykli, stosunkowo niezamożni Amerykanie – Latynosi czy Afroamerykanie. Oprocentowanie było niewiele wyższe od kosz-

since World War II. They may have not increased for a year or two, but never more. They have never declined on average across the whole of the United States since 1946, since WWII. There had been occasions when housing prices in certain parts of the United States had gone down: in the New England region in 1991-1992, in the oil producing states when oil prices went very low at some stage towards the end of the 1980s, in California at one stage. But if you could average, so you had diversified your involvement with housing over the whole of the United States, the experience over this period had been that housing prices never went down.

Therefore, if you took a model, and you estimated a model of what was likely to happen to housing prices, by extrapolating the past into the future, the probability that you would assign in building such a model to a housing prices decline was approximately 0; not quite, but approximately.

If housing prices were going to go on up indefinitely, the sub-prime market was perfectly safe. No problem! You have all heard about teaser rates, and the rest of it, that there was inappropriate predatory lending because the rate at which the interest rates reset after the end of the period of teaser rates, either 2 or 3 years, that the reset rates would be well above the rates that the borrower could actually pay. It wasn't actually predatory, and didn't work on that basis and was never expected to do so.

The idea was as follows. You lend at teaser rates which were quite low and the ordinary relatively disadvantaged American, the Latino or Black American, could pay them, they were not much above rental rates. After 2 or 3 years it was not ever

tów wynajmu. Nie spodziewano się wcale, by po dwóch czy trzech latach kredytobiorca był w stanie zapłacić nowe, wyższe oprocentowanie. Zamiast tego kredyt refinansowano, właściwie bez wyjątków, bo ceny domów w międzyczasie rosły.

Założmy, że mamy trzyletnią stopę procentową „na zachętę”, a przez te trzy lata ceny domów rosły o 5 procent rocznie. Po trzech latach wartość domu kredytobiorcy była więc o 15 procent wyższa w porównaniu z początkiem tego okresu. Ze względu na wyższą wartość domu kredytobiorca może znów skorzystać z niższego oprocentowania.

Rynek *subprime* działał w następujący sposób: ceny nieruchomości rosły, więc kredyt refinansowano po niższym oprocentowaniu, bo dom wart był więcej, następował kolejny okres kredytowania po obniżonych stopach, kredyt ponownie refinansowano, aż wreszcie kredytobiorca stawał się właścicielem nieruchomości, przez cały okres korzystania z kredytu płacąc bardzo niskie odsetki. Oczywiście kredytodawca miał ochronę w postaci rosnących cen domów. Dopóki zakładano, że ceny domów będą stale rosły, taki system mógł funkcjonować bez zarzutu. Agencje ratingowe też były zdania, że ceny nieruchomości będą rosły, bo posługiwały się identycznymi modelami.

Z tego kryzysu płynie dla bankowców i regulatorów następująca nauka – należy zatrudniać mniej matematyków i fizyków, tworzących modele na podstawie danych z obserwacji w ciągu względnie krótkiego okresu, a więcej historyków, którzy wiedzą, co może się stać złego, nawet jeśli nie mają dobrej bazy danych zasilającej jakiś model.

expected that the borrower would pay at the reset level. Instead, the borrower would refinance, virtually without exception when housing prices were going up, the borrowers on sub-prime would refinance.

Housing prices having gone up, should we say that there was a three-year teaser rate, let us assume that in these three years these housing prices have gone up by 5 percent per annum. That meant that after the three years the borrower of the same house would now have equity in the house which was now 15 percent more than he, or she, had at the beginning of the period. Because they had more equity in the house, they could now borrow at a lower rate.

The way that the sub-prime worked was: housing prices went up, you re-borrowed at a lower rate because now you had more equity, you now had another period in which you borrowed at a teaser rate, so you re-borrowed and you re-borrowed, until eventually you became the owner of the house, having paid very low rates actually throughout. The lender, of course, was protected because the housing prices had gone up. As long as you believed that housing prices would go up indefinitely, the whole thing worked perfectly. The credit rating agencies believed, because they were using exactly the same models, that housing prices were going up.

One of the lessons of the recent crisis, a lesson for bankers and for regulators, is, hire fewer mathematicians and physicists who build models on the basis of data that they can observe over a relatively short period, and hire a few more historians who know what can go wrong even if they don't necessarily have a good data basis to put into particular models.

Arbitraż regulacyjny

Oprócz tego występował dość powszechny arbitraż regulacyjny. Wspomniałem wcześniej, że wiele europejskich banków mogło dość łatwo sprostać wymogom Bazylei II, choć ich dźwignia finansowa była zupełnie nie do przyjęcia wedle standardów amerykańskich. Było to możliwe w dużym stopniu dzięki pewnej formie arbitrażu regulacyjnego. Szukano jak najlepszych aktywów z sektora prywatnego opatrzonych ratingiem AAA – jak najlepszych, czyli zapewniających jak najwyższy zwrot. W przypadku aktywów o ratingu AAA – ponieważ w ramach Bazylei II stosuje się wagi ryzyka – waga ryzyka była niezwykle niska. Co więcej, wagę ryzyka można było dodatkowo obniżyć, ubezpieczając się od pierwszej straty, co robił na przykład UBS. A więc szukano aktywów o bardzo dobrym ratingu, mających bardzo niską wagę ryzyka, a jednocześnie zapewniających względnie wysoki zwrot. Dzięki tak niskim wskaźnikom ryzyka tych aktywów można było zastosować wyższą dźwignię. I tu pojawiają się obligacje CDO², których głównym celem było to, by banki – a zwłaszcza banki europejskie, których nie obowiązywały wskaźniki dźwigni finansowej – mogły zadłużać się bez umiaru, zwiększając dźwignię, utrzymując jak najniższy poziom aktywów ważonych ryzykiem i wysoki wskaźnik zwrotu z kapitału.

Rozwój hurtowego krótkoterminowego rynku pieniężnego

Mieliśmy oczywiście również do czynienia z wiarą w efektywność rynków. Uważano, że zawsze da się pozyskać finansowanie na utrzymywanie aktywów wykazanych w bilansie, a niesprzedanych w drodze sekurytyzacji. Sądzono, że hurtowe rynki, zwłaszcza

Regulatory arbitrage

Then again there was a great deal of regulatory arbitrage. I have been describing how many European banks were easily, or quite easily, able to meet their Basel II requirements with a leverage ratio which was by American standards totally and completely unacceptable. This was largely done through a form of regulatory arbitrage. What you did was you looked for the best AAA private sector assets you could find, best in the sense they gave you the highest return. If you held AAA assets on your balance sheet, because Basel II was risk-weighted, the risk weight applied to the AAA assets was remarkably low. What is more, you could reduce the risk weighting even more by insuring the first loss, which is effectively what UBS did. So what you were looking for were assets which had a very high rating, which gave you a very low risk weight, but at the same time gave you a reasonable rate of return, which you could then lever up because the risk rating was so low. Enter of course CDOs², because the whole purpose of CDOs in some part was to provide a basis whereby banks, and in particular European banks because they had no leverage ratio, could lever themselves to the hilt, keep their risk-weighted assets at a minimum, and maintain their return on equity.

Growth of wholesale short-term money market

Finally, of course, there was a belief in the efficiency of markets, a belief that you could always obtain funding to hold such assets as you maintain within your balance sheet, that you had not sold on through securitisation, and that the wholesale markets,

rynki finansowania krótkoterminowego, rynek międzybankowy, rynek papierów dłużnych przedsiębiorstw zabezpieczonych ich aktywami i inne rynki zawsze będą płynne i dostępne. I rzeczywiście – odkład rynki te zaczęły się rozwijać w końcu lat 60. ubiegłego wieku, funkcjonowały względnie efektywnie i płynnie. Każdy bank o wystarczającym poziomie kapitałów, przynajmniej w kategoriach Bazylei II, mógł się spodziewać swobodnego dostępu do tych krótkoterminowych rynków hurtowych.

Jeśli połączyć wiarę w efektywność rynków ze skłonnością banków do korzystania z dźwigni finansowej, banki – zwłaszcza na rynkach europejskich – udzielały kredytów na skalę znacznie przekraczającą ich bazę depozytową. Nie wiem, jakie są wskaźniki w Polsce – zresztą często nie są one bezpośrednio porównywalne, ponieważ wiele polskich banków to spółki zależne banków zagranicznych. Niemniej w Wielkiej Brytanii relacja kredytów do depozytów detalicznych wzrosła z poziomu 90–100 około 10 lat temu do jakichś 150–170 – czyli banki były coraz bardziej uzależnione od rynków hurtowych. Kiedy rynki hurtowe załamały się w sierpniu 2007 r., banki napotkały poważne problemy finansowania i płynności.

Oczywiście problemy te zaostrzyły się znacznie na skutek występowania samonapędzających się spiral, lub też – jak ja to określam – endogenego ryzyka.

2. Samonapędzające się spirale i ryzyko endogeniczne

Jednym z problemów związanych z procesem regulacyjnym, z procesem nadzorczym był fakt, że

particularly the wholesale short-term markets, the interbank market, the asset-backed commercial paper market, and so on, would always be open, and you would always have access to them. Indeed, ever since these markets had begun to grow up at the end of the 1960s, they had remained working fairly efficiently, they had been open, and any bank which had sufficient capital, or had had sufficient Basel II capital, expected that they would always be able to access these short-term wholesale markets.

Combine that with a desire for leverage, and what you got was a tendency, particularly in European banking markets, for banks to extend their lending far beyond their own retail deposit base. I have absolutely no idea what the ratios are or have been in this country, and in many cases it is not entirely on an equivalent basis, because so many of the banks here are subsidiaries of foreign banks. But in the UK, the ratio of lending to own retail deposit base increased from 90 to 100 about 10 years ago to something on the order of 150 to 170, so that the banks were increasingly dependent on the operation of these wholesale markets. When the wholesale markets stopped operating in August 2007, then there was a major funding problem and a major liquidity problem that banks had to face.

Of course, all this was amplified and made greatly worse by self-amplifying spirals or what I would describe as endogenous risk.

2. Self-Amplifying Spirals or Endogenous Risk

One of the problems with the regulatory process, the supervisory process, was that one of the key

wśród podstawowych mechanizmów w nim stosowanych były tzw. *stress-testy* (testy stresowe, czyli testy obciążeniowe systemu bankowego – przyp. red.). Wszyscy wiemy, na czym polegają *stress-testy* – otóż regulator zakłada wystąpienie jakiegoś egzogenicznego zdarzenia rynkowego, pewnej zmiany w warunkach zewnętrznych. Na przykład, że stopy procentowe wzrosną o 2 punkty procentowe, lub że ceny nieruchomości spadną o 30 proc., lub też, że kursy walut zmienią się o 10 proc. *in plus* lub *in minus*. Z kolei banki mają za zadanie ocenić, jaki będzie skutek takich zdarzeń dla ich bilansu. Kiedy pracowałem w Banku Anglii, uczestniczyłem w takich testach stresowych. Nigdy nie spotkałem się z przypadkiem, by bank nie stwierdził, że „zdamy ten test śpiewająco”.

Stress-testy opierały się na błędnym założeniu, ponieważ rzeczywiste ryzyko systemowe naszych systemów bankowych nie jest egzogeniczne, a więc nie przychodzi spoza systemu, lecz ma charakter endogeniczny, czyli powstaje w samym systemie. Problem polega na tym, że kiedy banki zaczynają mieć problemy, robią to, czego oczekuje się po porządnym banku – zmniejszają skalę akcji kredytowej. To jest jeden ze sposobów odzyskania przez bank płynności i poprawienia współczynnika wypłacalności. Obniża się więc poziom środków pożyczanych nowym kredytobiorcom.

Problem polega na tym, że jeśli jednocześnie wszystkie banki tak postępują, to cały system po prostu traci płynność, a ceny aktywów spadają. Mamy tu do czynienia z samonapędzającą się wewnętrzną spiralą. Jak wyglądała wzrostowa część tej spirali w latach 2003–2006/2007? Ceny aktywów rosły, rosły też zyski, a spadał poziom kredytów nie-

mechanisms involved in that exercise was stress-tests. You have all heard and know about stress-tests, but basically what a stress-test involves is the supervisor envisaging some exogenous market event, some change to outside conditions: interest rates have gone up by 2 percent or housing prices have gone down by 30 percent, or the exchange rate has changed by plus or minus 10 percent. Then the banks are meant to go away and consider what effect it would have on their balance sheets. I have been involved, when I was in the Bank of England, in some of these stress-tests. There has never been a case that I have known when the banks did not say, “We would pass these stress-tests with flying colours.”

The stress-tests were largely misconceived because the real systemic risk to our banking systems is not exogenous, it does not come from outside the system, it’s endogenous, it comes from within the system. One of the problems is that when banks run into difficulties, what they do, and what you might expect an individual prudent bank to do, is to cut back its own lending. It’s one of the ways that you restore your liquidity, that you restore your capital ratio: you cut back the extent to which you pass money out to new borrowers.

The problem is that if all banks do this simultaneously, then liquidity simply vanishes from the system as a whole and asset prices go down. What we have is a process of self-amplifying internal spirals. Here I discuss the upwards part of the spiral that was operating between 2003 and 2006–2007. You get asset prices going up, profits rise, non-performing loans go down, and the capital base of the bank appears to rise, particularly

regularnych. Baza kapitałowa banków na pozór rosła, zwłaszcza przy zastosowaniu wyceny według wartości rynkowej, natychmiast i w całości uwzględniającej każdy wzrost cen aktywów bezpośrednio w bilansie i rachunku wyników. Jeśli zyski i kapitał rosną, to ryzyko wydaje się spadać. Co więcej, kiedy ceny aktywów rosną, to zwykle rosną bardzo równomiernie, a zmienność wydaje się spadać, tak jak to miało miejsce po roku 2001/2002: zmienność na rynkach znacznie spadła w okresie 2002–2006. Według wszelkich miar VaR – *Value at Risk* czyli wartości zagrożonej, ryzyko w tym okresie spadło. W sytuacji, gdy ryzyko spada, a kapitał i zyski rosną, można zwiększyć dźwignię finansową. Jeśli wszyscy podnoszą dźwignię, czyli bardziej się zadłużają, by pozyskać więcej aktywów, wówczas ceny aktywów dalej rosną. Cykl trwa w najlepsze. Taka samonapędzająca się spirala ma wiele wymiarów. Nakręca się też spirala marż. W tych sprzyjających okolicznościach marże spadają. Marże spadają, spada poziom wymaganych zabezpieczeń, a spirala marż napędza endogenny wzrost i dalszy proces. Ekspansja kredytowa i dźwignia finansowa rosną w okresie trendu wzrostowego. Ale to co rośnie, prędzej czy później musi zacząć spadać.

Przypomnijmy sobie początek roku 2007. Jak pamiętamy, wiele banków centralnych, a zwłaszcza Bank Rozrachunków Międzynarodowych, świetnie zdawało sobie sprawę z występującego ryzyka i bardzo się nim martwiło. Nie było jednak jasności, czym się to skończy i gdzie wystąpią pierwsze problemy. Większość banków centralnych spodziewało się, że ta wzrostowa spirala skończy się wraz z upadkiem dużego funduszu hedgingowego, który przeliczy się w swoich prognozach. Tak się jednak nie stało.

with mark-to-market accounting when you take the increase in asset prices directly and immediately, and in total, into the balance sheet and into the P&L³. If you have profits and capital going up, risk appears to be going down. What's more, when asset prices are going up, they generally go up very smoothly, volatility seems to decline, as it did after 2001-2002, volatility in markets went way down between 2002-2006. On any VAR (Value at Risk) measurement, risk had declined during these periods, and therefore, with apparent risk down and capital and profits up, what you do is you increase your leverage. If everyone is increasing their leverage, which means that they are taking on more debt in order to buy more assets, what happens is that assets prices further go on up. It just goes round and round. And there are many other aspects to this self-amplifying spiral. There is a margin spiral as well. Under these propitious circumstances, margins go down. Required margins go down, required collateral is less hair-cut, and the margin spiral brings about an endogenous increase in the up-cycle and in this whole process. Credit expansion and leverage expand during the up-cycle. But what goes up must eventually come down.

If you cast your mind back to the beginning of 2007, what you will recall is that many central banks, and in particular the Bank for International Settlements, knew perfectly well that this risk existed, and they were very worried about it. They did not quite know where it was going to come to an end, where the crack would appear first. And indeed, the general expectation among most central banks was that the trigger for reversing this upward spiral would come from the failure of a large hedge fund, which had somehow taken a wrong bet. It did not.

Problem rozpoczął się na amerykańskim rynku nieruchomości, ponieważ elastyczność podaży domów w Stanach Zjednoczonych jest bardzo wysoka. Inaczej niż na mojej zatłoczonej wyspie, gdzie procedury trwają całą wieczność, w Stanach łatwo jest uzyskać pozwolenie na budowę. W dużym, przestronnym kraju, jakim jest USA, zezwolenie budowlane otrzymuje się od ręki. Większość domów buduje się z bali drewnianych, co jest łatwe i proste. Rosnące w latach 2003–2006 ceny nieruchomości napędziły podaż, która szybko przewyższyła popyt, choć i ten był mocno napędzany przez system *subprime* i ekspansję kredytów hipotecznych. To była bezpośrednia przyczyna obecnego kryzysu. Gdyby jednak impuls nie przyszedł z rynku nieruchomości, i tak wystąpiłby gdzie indziej, ponieważ poziom podejmowanego ryzyka był po prostu nie do utrzymania.

I tu pojawia się kilka pytań. Po pierwsze, dlaczego przy tak dużej akcji kredytowej i tak wysokiej dźwigni finansowej problemy nie przeniosły się w sferę cen towarów i usług? Dlaczego w latach 2004, 2005, 2006 nie rosła inflacja? Dlaczego Rezerwa Federalna nie była zmuszona do wcześniejszego ograniczenia ekspansji kredytowej, która napędzała inflację, a wtedy Fed musiałaby się z nią zmierzyć?

Jeden z powodów – znów dotyczy on bardziej Europy niż Ameryki – to fakt, że ceny nieruchomości nie wchodzi w skład europejskiego zharmonizowanego indeksu cen konsumenckich. Wskaźnik ten w żadnym stopniu nie obejmuje cen nieruchomości. Oczywiście w Stanach Zjednoczonych sytuacja jest inna. Kolejny powód to wpływ Chin. Do światowego systemu handlu włączyły się ogromne gospodarki Chin,

The trigger came with the US housing market, because the elasticity of supply of houses in the US is very high. You can easily get planning permission, it is unlike my overcrowded island in the UK where planning permission takes forever. In a large expansive country like the US you can get planning permission quite quickly. The main way that you build is by a timber-built house, and it's very easy and quick to put up a timber-built house. Rising housing prices over 2003–2006 had generated an increase in supply so that supply eventually came to more than match demand, although demand had been considerably increased by the sub-prime and by the expansion of mortgages itself. That was the trigger. But if it had not been housing, it would have been something else, because the extent that risk had been taken on was simply unsustainable.

There are a number of queries about all of this. One of the queries is, if you had such large credit expansion and such a large increase in leverage, why did it not spill over into ordinary goods and services prices, why didn't inflation start rising in 2004, 2005, 2006, why didn't the Fed have to bring credit expansion under control quicker, because it fed through into ordinary inflation, when the Fed would have been required to deal with that.

One of the reasons, and this is more European again than American, is that housing prices are not in the European harmonised index of consumer prices. There is no inclusion of housing prices in any way. It's not true of course in the United States. Another reason is the China effect. You had this massive inclusion into the world's trading system of China and India and the Asian economies, a massive additional volume of labour, and that held down

Indii i innych krajów azjatyckich wraz z ogromną dodatkową pulą siły roboczej, a to powstrzymało wzrost cen towarów będących przedmiotem wymiany handlowej. Nastąpiła również poprawa wydajności pracy wynikająca z innych czynników.

Z różnych więc powodów ekspansja kredytowa i wzrost dźwigni finansowej nie przekładały się na inflację, przynajmniej do czasu boomu cen surowców i ropy naftowej w okresie od przełomu lat 2006 i 2007 do połowy 2008 r. Nastąpiło to w bardzo niefortunnym momencie. Inflacja w końcu zaczęła rosnąć, ale w odmiennych okolicznościach banki centralne zareagowałyby dużo szybciej i bardziej zdecydowanie, żeby powstrzymać wyraźne już na tym etapie spowolnienie gospodarcze. Jednak przez długi okres ekspansja kredytowa nie przekładała się na poziom inflacji, po prostu tak się nie stało, aż zrobiło się za późno.

II. Cykliczność i regulacje

I kolejne pytanie – dlaczego nadzorcy nie powstrzymali tej spirali? Otóż było ku temu kilka powodów. Przede wszystkim, nie dysponowali oni odpowiednimi instrumentami. Po prostu takie instrumenty nie istniały. Za chwilę odniosę się do procyklicznego oddziaływania wymogów kapitałowych w ramach Bazylei II.

1. Brak umowy płynnościowej

Kolejny powód to fakt, że właściwie zarzucono stosowanie wymogów płynnościowych wobec banków. W moim kraju, w latach 60. i na początku lat 70. ubiegłego wieku około 30 proc. aktywów banków,

tradable goods prices. And you may have had improvements of productivity in other ways.

For whatever reason, the credit expansion, the increase in leverage, did not feed over into inflation, at least until the commodity and oil price boom at the end of 2006 and beginning of 2007 through mid-2008, which was a disaster, the timing of it, because you eventually got the inflation increases just at the time when otherwise central banks would have moved quicker and more aggressively to halt the decline in our economies which was by then fairly clearly going on. But you did not observe the credit expansion coming through into ordinary inflation; it just did not happen until it was too late.

II. Cyclicality and Regulation

The next question is, why didn't regulation stop it. Well, for a number of reasons. The first one is that they just did not have the instruments. There was no proper instrument for this purpose. I am going to talk about how the Basel II capital adequacy requirements were very pro-cyclical in a moment.

1. Liquidity accord lacking

Another feature was that the liquidity requirements on banks had been virtually abandoned. In my own country, if you go back to the 1960s and early 1970s, banks held something like 30 percent, or even more, of their assets in highly saleable public sector debt, Government debt. That ratio has been eroded and eroded, and last year the ratio of Government debt to total assets or total liabilities of British banks was negative. How can it be negative? The answer is fairly

a nawet więcej, stanowiły bardzo płynne obligacje sektora publicznego czy rządowe. Wskaźnik ten stopniowo spadał, aż w zeszłym roku udział obligacji rządowych w sumie bilansowej brytyjskich banków był ujemny. Jak to możliwe? Odpowiedź jest prosta. Banki pożyczyły więcej niż wykazywały w księgach.

Dlaczego regulatorzy pozwolili bankom na odejście od zasady trzymania płynnych aktywów? Powodów było kilka. Po pierwsze, upowszechniło się przekonanie, że płynność zawsze będzie dostępna dzięki hurtowym rynkom pieniężnym. Innymi słowy finansowanie płynności z rynków wyparło trzymanie płynnych aktywów przez banki. Banki uznały, że płynność zapewnią im rynki hurtowe, a więc nie muszą trzymać w bilansie aktywów, tylko mogą je sprzedać lub zastawić.

I kolejny powód, być może mniej znany. Sam wiem o tym tylko dlatego, że powoli staję się historykiem Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego. Otóż w latach 80. XX wieku Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego próbował przyjąć porozumienie w sprawie płynności podobne do wprowadzonej w 1988 r. Umowy Kapitałowej. Przez cztery czy pięć lat walczone o wypracowanie porozumienia w sprawie płynności, aż w końcu uznano, że nie jest ono możliwe.

Dlaczego porozumienie okazało się niemożliwe do osiągnięcia? Jednym z powodów jest to, że ocena czy aktywa są płynne czy też nie zależy od tego, czy bank centralny przyjmie je jako zabezpieczenie refinansowania. Banki centralne mają odmienne tradycje w zakresie przyjmowanych zabezpieczeń, a więc i definicja płynności jest różna

straight-forward. They had borrowed more than they still held on their books.

Why had the regulators allowed the banks to abandon holding asset liquidity? Well, there are several answers to that. One was the growing belief that you could always get liquidity by accessing the wholesale money markets. In other words, that funding liquidity had taken over from asset market liquidity. Banks thought that they could get their liquidity by accessing the wholesale markets rather than by having assets which they could sell, or pledge, on their balance sheet.

Another factor, which most of you probably do not know, and I only know because I'm becoming the historian of the Basel Committee on Banking Supervision, is that in the 1980s the Basel Committee on Banking Supervision tried to reach an accord on liquidity that was going to be the match, or twin, of the Accord on capital which they introduced in 1988. They struggled for about 4 or 5 years to reach an agreement with an Accord on liquidity and they finally decided that they could not do it.

Why could they not do it? One of the reasons is that what is liquid depends on whether the central bank will accept it as collateral, in other words, it will lend against it. Central banks had different traditions of what they would accept as collateral, and therefore the definition of liquidity differed from country to country. It was difficult enough to overcome differences in national viewpoints on what was appropriate to hold as capital. Those of you who remember the

w różnych krajach. I tak bardzo trudno było pokonać krajowe różnice w podejściu do sposobu traktowania różnych form kapitału. Przypomnę, jak ciężko było uzgodnić wspólne stanowisko w dyskusjach na temat Umowy Kapitałowej – Bazylea I. W latach 1986–1988 toczyły się bardzo trudne negocjacje. Gdy Wielka Brytania i Stany Zjednoczone – czyli Bank Anglii i Rezerwa Federalna – podpisały dwustronną, prototypową umowę, powstało ryzyko, że banki z innych krajów nie będą mogły funkcjonować na rynkach pieniężnych Wielkiej Brytanii i USA bez spełnienia wymogów owej dwustronnej umowy kapitałowej. To właśnie ta prototypowa dwustronna umowa zmusiła inne państwa do zawarcia kompromisu. Wielka Brytania i Stany Zjednoczone też musiały pójść na kompromis. Jednak w obliczu drugiej tury trudnych negocjacji w sprawie płynności Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego uznał po prostu, że nie będzie w stanie działać równoległe na drugim froncie i wywalczyć kolejne porozumienie.

Co więcej, uznano, że problemy z płynnością będą bardzo rzadkie i że rozwiążą je wydajne rynki hurtowe. Jeśli gwarantuje się wystarczający poziom kapitałów banków zgodny z Bazyleą I, a rynki hurtowe są płynne i otwarte, nie ma potrzeby, by zawierać umowę w sprawie płynności. Przy braku międzynarodowej umowy w sprawie płynności i przy wsparciu rynków hurtowych – zawsze płynnych i gwarantujących dostęp do taniego krótkoterminowego finansowania – banki coraz częściej pozbywały się z bilansów mało dochodowych i bardzo płynnych aktywów, uzyskując płynność poprzez finansowanie na rynkach hurtowych. Wiemy, co stało się później, w roku 2007.

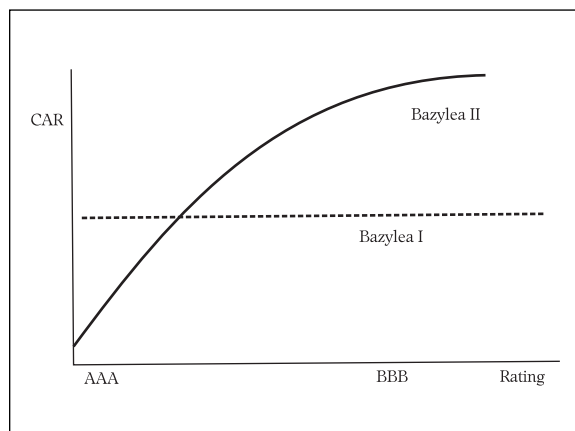
discussions on the Basel I Capital Accord will recall how difficult it was to get everyone to come into line. There was a pretty rough negotiation in 1986, 1987 and 1988. You may remember that the United Kingdom and the United States, or the Fed and the Bank of England, had a prototype agreement among themselves, and in effect had an incipient threat that they would not allow other countries' banks to enter their money markets unless they would abide by the UK/US agreement on capital. It was that prototype agreement done on a bilateral basis that actually provided the international threat to force other countries to compromise. The UK and the US had to compromise as well, but, when faced with having a second rough negotiation on liquidity, the Basel Committee on Banking Supervision simply said, this is too difficult, we cannot face a second front of having to battle it out and get agreement.

Moreover, they said to themselves that a liquidity problem would only be 'once in a blue moon', that it would be met by those efficient wholesale markets, and therefore if we provide sufficient capital through Basel I, getting the banks to hold sufficient capital, the wholesale markets would always be open, so we do not need a liquidity accord. Without an international liquidity accord and with the wholesale markets being open and providing through wholesale short-term funding cheap funds which were expected always to be available, there was a continuing steady shift by banks away from holding low-yielding highly saleable assets on their own balance sheet, to effectively obtaining their liquidity through funding through wholesale markets. We know what happened to that in 2007.

2. W ciężkich czasach rating spada

Jednym z powodów procyklicznego oddziaływania regulacji jest to, że w Bazylei I w przypadku kredytów dla sektora prywatnego wymóg kapitałowy jest taki sam niezależnie od tego, czy dłużnik jest bardzo wiarygodny i ma wysoki rating, czy też ma względnie niski rating. Bazylea II z wagami ryzyka określa dużo niższą wagę ryzyka i dużo niższy wymóg kapitałowy dla dłużników o bardzo wysokim ratingu jak AAA niż w przypadku kredytobiorców o dużo niższym ratingu. Mamy więc do czynienia z rodzajem krzywej, jak przedstawiona na poniższym wykresie.

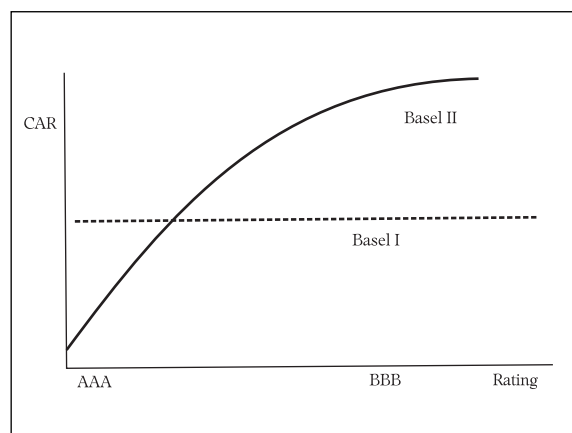
A co się dzieje, kiedy wysokie ratingi zaczynają być na masową skalę obniżane? Wówczas następuje określone przesunięcie – wysoki rating nieco się ob-



niża. Przypominam, jak uzyskiwano bardzo wysoką dźwignię zgodnie z Bazyleą II, w której nie obowiązuje wskaźnik dźwigni finansowej – banki nabywały dużo aktywów o ratingu AAA, zwłaszcza typu CDO i podobnych. Kiedy jednak pojawiają się problemy na masową skalę, zaczyna się przesunięcie na krzywej. Zwracam uwagę, że nachylenie krzy-

2. Ratings migrate downwards in bad times

One of the reasons why regulation is procyclical is that the Basel I, lending to the private sector, the capital requirement was identical irrespective of whether you thought it was very highly rated and very secure, or relatively lowly rated. Basel II, risk-weighting, gave a very much lower risk weight, very much lower requirement for capital adequacy, on the very high rated, the AAA, than on the very much low rated. You got a curve of that kind as in Figure below.



What happens when things start going pear-shaped in a systemic way? When things are becoming pear-shaped in a systemic way, what happens is there is a migration whereby the high ratings become somewhat lower ratings. Now remember that the way that you managed to obtain very high leverage with Basel II, when there was no leverage ratio, was that you loaded the bank up with AAA securities, particularly the CDOs and so on. But when things start going pear-shaped, you start moving down the curve. Note that the slope of the curve is much steeper at the very good end, and becomes less steep as you get towards the lower end,

wej jest dużo większe w części odpowiadającej lepszemu ratingom, natomiast po drugiej stronie krzywa jest bardziej płaska. W efekcie zmiana ratingu z AAA na AA wywiera o wiele większy wpływ w tym sensie, że potrzeba o wiele więcej dodatkowego kapitału niż w sytuacji zmiany ratingu z BBB na BB, bowiem w tym pierwszym przypadku krzywa jest dużo silniej nachylona. To z czym mamy obecnie do czynienia, kiedy rynki zaczęły się zmieniać i zaczęła się rewizja ratingów, wówczas banki mające w bilansie dużo aktywów z ratingiem AAA, które dotychczas nie wymagały w praktyce żadnego kapitału, nagle znalazły się w sytuacji konieczności uzupełnienia swoich kapitałów w dużo większym stopniu, niż gdyby posiadały aktywa o niższym ratingu wyjściowym. W dobrych czasach ratingi rosną, a w złych spadają. Tym samym Bazylea II oddziałuje procyklicznie.

3. Bazylea II i wycena rynkowa – procykliczna maszyna zniszczenia

Wymogi Bazylei II w połączeniu z wyceną rynkową według MSSF³ tworzą istną procykliczną maszynę zniszczenia. Nie taki był zamysł, nikt tego nie zaplanował, ale niestety tak właśnie się stało. Muszę powiedzieć, że w Grupie ds. Rynków Finansowych ostrzegaliśmy przed taką sytuacją. Mieliśmy nadzieję, że się mylimy, lecz niestety mieliśmy rację.

4. Co nas czeka

Wymóg płynnościowy

Wrócimy teraz do wymogów płynnościowych, ponieważ wiemy już, że rynki hurtowe nie zawsze są w stanie zapewnić finansowanie. Konieczne więc

so that a shift in rating from AAA to AA has a much, much greater proportionate effect on the additional capital that you suddenly need than a shift from BBB to BB, because the slope is much steeper at the good end. What we were getting on the systemic front of course was, when the markets began moving and AAAs began to be reconsidered, effectively it meant that all those who had loaded their balance sheets up with stuff that they thought would require virtually no capital suddenly found that the proportionate increase in capital that they were required to face was very much greater than if they had actually held assets which were of a lower initial rating to begin with. Ratings migrate downwards in bad times and upwards in good times. That makes Basel II pro-cyclical.

3. Basel II plus mark-to-market was a procyclical doomsday machine

You combine Basel II with IFRS⁴ mark-to-market and it provides something that can only be described as a pro-cyclical doomsday machine. It wasn't intended to be that way, and nobody wanted it to be that way, but it turned out that it was that way. I have to say that we in the Financial Markets Group had warned that it would happen. We used to pray that we were wrong. I have to say that our prayers were not answered.

4. Some of the things that are going to happen

Required Liquidity Ratios

We are going to go back to liquidity requirements, because we have now seen that the wholesale

będą wymogi płynnościowe podobne do planowanych, ale niewprowadzonych w życie w latach 80. XX wieku – czyli swoiste miary niedopasowania terminów zapadalności.

Wciąż istnieje stary problem – banki centralne posługują się różnymi procedurami przyjmowania zabezpieczeń, i stąd aktywa uznane za płynne w jednym kraju wcale nie muszą być traktowane jako tak samo płynne w innym kraju. Kwestią tą zajmuje się Komitet ds. Globalnego Systemu Finansowego (*CGFS – Committee on the Global Financial System*), a nie Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego, a to z dość prostego powodu. W skład Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego wchodzi przedstawiciele urzędów nadzoru niezwiązanych z bankami centralnymi. A tymczasem banki centralne chcą rozstrzygnąć tę kwestię we własnym gronie. W skład Komitetu ds. Globalnego Systemu Finansowego wchodzi wyłącznie przedstawiciele banków centralnych i to oni chcą decydować w tej sprawie.

Omówię teraz zagadnienia dotyczące wzajemnych relacji kraju pochodzenia i kraju goszczącego oraz kwestie bankowości transgranicznej. Płynność to tradycyjnie obszar odpowiedzialności kraju goszczącego. Być może zauważyli Państwo, że jednym z ciekawszych zjawisk towarzyszących upadłości banku Lehman Brothers był fakt, że spółka Lehman Europe z siedzibą w Londynie co noc przesuwała całość swoich płynnych aktywów do spółki Lehman USA. Czyli *de facto* w Wielkiej Brytanii nocą Lehman nie miał w ogóle płynności. To nie jest sytuacja do zaakceptowania dla banku centralnego, który odpowiada za poziom płynności w swoim kraju. Prawdopodobnie w następstwie tej sytu-

markets are not fully successfully capable of providing funding at all times. We are going to require something that looks more like the kind of liquidity requirements that were considered, but were not put through in the 1980s, some form of maturity mismatch measure.

There is still the problem that central banks have different procedures for accepting collateral, and therefore what is liquid in one country will not necessarily be of the same liquidity in another country. This whole issue is being considered in the CGFS, the Committee on the Global Financial System; it is not being considered in the Basel Committee on Banking Supervision, and there is a very simple reason for that. The Basel Committee on Banking Supervision includes a lot of non-central bank regulators. This is an issue that central banks want to keep privately among themselves, and the Committee on the Global Financial System (CGFS) consists only of central bankers. Central bankers want to decide on this privately among themselves.

Next, let me address home/host and transborder issues. Liquidity is traditionally the area where the host country tends to have prime responsibility. You probably saw that one of the extraordinary events attending the Lehman bankruptcy was that Lehman Europe, which was headquartered in London, transferred all its liquid assets overnight every night to Lehman USA. That meant that, overnight, effectively there was no liquidity in the UK at all. Not a comfortable position for a central bank charged with maintaining liquidity within its own boundaries. Probably as a result, the Financial Services Authority in the UK is now requiring all

acji brytyjska Komisja Nadzoru Finansowego (*FSA – Financial Services Authority*) wymaga obecnie od wszystkich banków w Wielkiej Brytanii – w tym również spółek zależnych banków zagranicznych, choć chyba nie oddziałów banków zagranicznych – by utrzymywały w bilansie pewien poziom brytyjskich obligacji państwowych.

Problem polega tu między innymi na tym, że wymaga to dość stanowczego posunięcia – kraj goszczący będzie wymagać od banków w danym kraju, by utrzymywały wyższy poziom płynnych aktywów w tym kraju, również przez noc. Innymi słowy trzeba będzie zrewidować mechanizm przerzucania aktywów ze spółek zależnych do centrali banku na każde jej żądanie. To utrudnia prowadzenie scentralizowanego zarządzania funduszami przez centrale dużych międzynarodowych banków macierzystych. Nie obędzie się bez trudności. Kiedy brytyjska Komisja Nadzoru Finansowego wprowadziła taki wymóg, pojawiły się skargi ze strony banków centralnych krajów pochodzenia niektórych międzynarodowych banków. Czekają nas długie dyskusje na temat zakresu odpowiedzialności kraju pochodzenia i kraju goszczącego oraz sposobów wprowadzania wymogów płynnościowych w świecie, w którym działają banki ponadgraniczne.

Wymóg dźwigni finansowej

Nie ma chyba cienia wątpliwości, że obecny kryzys przyczyni się do wprowadzenia na szerszą skalę amerykańskich wymogów związanych z prostym wskaźnikiem dźwigni finansowej. Pytanie tylko, czy taki wskaźnik będzie obowiązywał odrębnie od Umowy Bazylejskiej II. Takie podejście przyjął Szwajcarski Bank Narodowy wprowadzając wskaź-

banks in the UK, including subsidiaries of foreign banks, though not, I believe, branches of foreign banks, to hold on their balance sheets a certain proportion of British Government debt.

One of the problems here is that this involves a quite conscious move whereby the host country is going to be requiring the banks within its own boundaries to hold more liquid assets within that country, and overnight as well. In other words, this mechanism whereby the home banks at headquarters can simply require the subsidiary to shuffle assets back to it, as and when they like, is going to be subject to certain reconsideration. This causes problems to the centralised Treasury operations of the headquarter of the big international home bank. There are problems about this. When the FSA introduced this particular measure, there were complaints that were being made by the central banks of countries where some of the home international banks are based. There is going to be a lot of discussion about home/host responsibilities and about how you introduce liquidity requirements in a world with international cross-border banks.

Required Leverage Ratios

Next, I think that there is no doubt whatsoever that the experience of this crisis means that the American procedure of requiring a simple leverage ratio is going to be introduced much more widely. The question is whether it's going to be separate from the Basel II Accord. This is what has been done in Switzerland by the Swiss National Bank, which has introduced a leverage ratio which UBS and Credit Suisse are having to meet. They will now

nik dźwigni finansowej obowiązujący UBS i Credit Suisse. Banki te muszą teraz przestrzegać wyższego z dwóch wskaźników – dźwigni finansowej lub wskaźnika wypłacalności. W sobotę w Genewie przedstawiam raport⁴ dotyczący przyszłości regulacji finansowej, w którym proponuję wprowadzenie wskaźnika dźwigni finansowej w powiązaniu z Bazyleą II – w efekcie wzrost dźwigni powodowałby wzrost wymogu bazylejskiego.

Pojawia się również pytanie, czy środki przeciwdziałające cykliczności powinny obejmować tylko sam wskaźnik dźwigni finansowej, czy też stopę wzrostu lub zmiany akcji kredytowej banku. Czas pokaże, czy i jakie wskaźniki zostaną przyjęte, i jakie skutki przyniesie ich wprowadzenie.

Kolejne pytanie, to czy takie wymogi powinny obowiązywać tylko banki, czy szerzej – wszystkie względnie duże instytucje o wysokiej dźwigni finansowej. Ekspansja kredytowa to nie tylko domena banków i domów inwestycyjnych, ale mają w niej swój udział również fundusze hedgingowe. Jeśli chodzi o fundusze hedgingowe, to choć indywidualnie mogą być dosyć małe i wiele z nich prowadzi odmienną politykę, to jednak wspólnie wykazują zachowania stadne, a wtedy ma to wpływ na tego rodzaju ekspansję kredytową. I znów pojawia się pytanie, czy takie antycykliczne działania zastosować do samych banków czy może szerzej.

Kolejna kwestia to wskaźnik LTV (*Loan To Value ratio*)⁵. Jednym z problemów było to, że i w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, Irlandii i Hiszpanii w okresie koniunktury można było otrzymać kredyt hipoteczny o wskaźniku LTV 100 proc. lub nawet powyżej. Northern Rock ofero-

be limited by whichever is the higher of the leverage ratio or the Basel II ratio. I am producing on Saturday a report in Geneva⁵ about the future of financial regulation, where I'm going to suggest that the leverage ratio should be interacted with Basel II, so that if leverage rises, your Basel II ratio becomes higher.

Again, there is a question whether the measures to try and add a counter-cyclical effect should just be a leverage ratio, or should be a rate of change or rate of growth of bank lending, or bank expansion. Whether that will be adopted and how it will play out is yet to be seen.

Also, there is a question whether this should just apply to banks or should apply more widely, to any highly leveraged and reasonably large institution. Credit expansion was not just by banks and investment houses, it was via hedge funds as well. When hedge funds, although they may individually be quite small and many of them with different policies, move as a herd, they will have an effect on credit expansion of this kind. Again, one of the issues is, to whom should these counter-cyclical measures actually apply, just banks or more widely.

Next there is a whole issue of housing loan to value ratios. One of the problems in both the US, the UK, Ireland and Spain was, in the upturn you could get loan to value ratios of 100 percent or more. Northern Rock was offering 125 percent in a programme described as "Together." Now you are lucky if you get a mortgage in the UK at a loan to value ratio higher than 75 percent. It is this kind of switch in loan to value ratios that enhances the cycle very considerably.

wał 125 proc. w programie pod nazwą „Razem” (*Together*). Obecnie przy dużej dozie szczęścia można w Wielkiej Brytanii uzyskać kredyt hipoteczny ze wskaźnikiem LTV przekraczającym 75 proc. Tego rodzaju zmiany wskaźnika LTV mają istotny wpływ na cykliczność.

Czy wprowadzone zostaną wymogi przeciwdziałające cykliczności i uwzględniające specyfikę poszczególnych krajów? A jeśli tak, to w jakiej postaci? Wskaźnika dźwigni finansowej? Limitu wzrostu akcji kredytowej banku? Jakies inne? Po drugie zaś, przeciwdziałając cykliczności w zakresie cen aktywów, dźwigni finansowej i ekspansji kredytowej należy pamiętać, że cykle te wyglądają różnie w różnych krajach. W Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Irlandii i Hiszpanii wystąpił bardzo silny cykl w przypadku cen aktywów i akcji kredytowej. W Niemczech, we Włoszech ani chyba w Polsce nic podobnego nie miało miejsca. Nie ma ogólnoswiatowych cykli. Jeśli chcemy przeciwdziałać cyklom, które nie mają charakteru globalnego, to odpowiednie wskaźniki należałoby stosować w różny sposób w różnych krajach. Jeśli tak się stanie, to banki ponadgraniczne podlegać będą różnym wymogom w zależności od kraju, w którym prowadzą działalność. Innymi słowy odejdziemy od wspólnego, globalnego systemu finansowego, w którym wymogi wobec banków są takie same niezależnie od miejsca prowadzenia działalności. W takim przypadku każde państwo uzyskiwałoby dużo większą kontrolę nad tym, co dzieje się w jego systemie finansowym.

Ponadto, jak niestety mogliśmy obserwować w ostatnim okresie, niezwykle kosztowne jest zarządzanie kryzysem – gwarancje depozytów, dokapitalizowanie ban-

Will there be counter-cyclical state-varying requirements? How will it be done? Leverage ratios? Growth rates of bank expansion? Or what? The second point here is that if you are trying to be counter-cyclical, if you are trying to stop these asset price cycles, the cycles in leverage, credit expansion, they are not the same from country to country. There was a huge asset price cycle and credit expansion cycle in the US, the UK, Ireland and Spain; it was nothing like the same in Germany or in Italy or, I would expect, in Poland. There is not a world cycle. If there is not a world cycle and you want to be counter-cyclical, the implication of counter-cyclicality is that these ratios have to be applied differently from country to country. If you apply them differently from country to country, this means that you will have different requirements, if you are a cross-border bank, depending in which country you are operating. In other words, you are going to move away from a single global financial system, where the requirements on a bank are identical irrespective of where they are operating, to a world in which the nation state has much more control over what it is effectively being done in the financial system in its own country.

Moreover, as we have unfortunately seen in the last period, crisis management is really quite extraordinarily expensive. Guaranteeing deposits, recapitalising banks, and all that. Only the nation state has got the money, the power and the legitimacy to do that. The international bodies, or the supranational bodies, have done virtually nothing in this crisis. The European Commission, I have to say, has been remarkable by its absence; the International Monetary Fund did very little until the last few months when there was a need for

ków itp. Tylko państwo narodowe dysponuje stosownymi środkami finansowymi, władzą i legitymacją. W trakcie tego kryzysu organizacje międzynarodowe czy ponadnarodowe nie zrobiły właściwie nic. Muszę powiedzieć, że Komisji Europejskiej jakby w ogóle nie było. Międzynarodowy Fundusz Walutowy robił niewiele aż do ostatnich miesięcy, kiedy pojawiło się zapotrzebowanie na dodatkowe rezerwy walutowe. Zresztą Międzynarodowy Fundusz Walutowy po prostu nie ma środków na dokapitalizowanie bardzo dużych banków w krajach, w których działają. Kryzys uświadomił nam, że nasze instytucje nie mają wystarczających kompetencji ponadgranicznych. Najważniejsze są nadal instytucje krajowe. Jak powiedział jeden z wysokich rangą urzędników brytyjskiej Komisji Nadzoru Finansowego na konferencji w London School of Economics 19 stycznia 2009 r., „międzynarodowy bank jest globalny, kiedy działa, gdy upada staje się bankiem krajowym”.

III. Co dalej?

Do czego to wszystko nas doprowadzi? Dźwignia finansowa oparta na krótkoterminowym finansowaniu z rynków hurtowych drastycznie spadnie. Nastąpi powrót do bankowości detalicznej. Nadal będzie obowiązywać model „*originate to distribute*”. Miał on wiele wad, bardzo często funkcjonował tylko na pozór, bo polegał na sprzedaży papierów do spółek specjalnego przeznaczenia stanowiących w rzeczywistości część samego banku.

Zbyt rzadko mówi się o tym, że sekurytyzacja i przepakowywanie aktywów zakłócają relacje między wierzycielem i dłużnikiem. Jeśli na rynku nieruchomości pojawią się poważne problemy, tak jak ma to

additional foreign currency reserves. The International Monetary Fund cannot, simply does not have the money to provide for the recapitalisation of very large banks in the countries in which they operate. Effectively, the crisis has shown up the fact that our institutions do not have a sufficient cross-border function. Institutions that matter are effectively still national. As a senior figure in the UK Financial Services Authority effectively said at a Conference we held at LSE on January 19th, 2009, “An international bank is global when it is alive, it becomes national when it dies.”

III. What will this lead to?

What’s all this going to lead to? Leverage based on short-term borrowing in wholesale markets is going to be cut back dramatically. We are going to return to retail banking. The “originate to distribute” model will continue. It had a lot of faults. Much too often it was “pretend to distribute” to SIVs - structured investment vehicles and special-purpose vehicles and conduits which were actually part of the bank itself.

One of the features that has not yet been sufficiently recognised is that the “slicing and dicing” and securitisation disrupts the lender/borrower link. If you have a real problem in your housing market, as they do in the United States, what you want to have is a negotiated rearrangement between the borrower and the lender, whereby the borrower can pay less, because s/he no longer can afford to pay as much, and the lender gets some kind of quid-pro-quo. You have to have some kind of agreement

miejsce w Stanach Zjednoczonych, to powinna istnieć możliwość renegotjowania umowy między wierzycielem i dłużnikiem, aby dłużnik mógł spłacać mniej, jeśli nie stać go na całą spłatę, w zamian za pewne ustępstwa na rzecz wierzyciela. Musi istnieć możliwość negocjacji i porozumienia między wierzycielem a dłużnikiem. Ale kiedy nastąpiła sekurytyzacja kredytów hipotecznych, nie można ich renegotjować, nie ma jak, bo zostały rozdzielone między tysiące czy nawet dziesiątki tysięcy inwestorów. To musi się zmienić. Ale moim zdaniem ogólna koncepcja nadal obowiązuje.

Wydaje mi się, że nastąpi przesunięcie w relacjach między krajem pochodzenia banku a krajem goszczącym na korzyść tego drugiego. Problem w Europie polega na tym, że zarządzanie kryzysem finansowym jest monstrualnie drogie, a nie ma na to europejskich środków. To kwestia fiskalna. Czy Europejczycy albo mieszkańcy strefy euro gotowi są finansować ze swoich podatków scentralizowane zarządzanie kryzysem finansowym? A tylko pod takim warunkiem funkcjonować może nadzór i regulator dla całej strefy euro. W tej chwili brak jest dowodów, że decydenci w eurolandzie gotowi są zmierzyć się z tym problemem fiskalnym.

Bankowość ponadgraniczna – tu nastąpi chyba pewien odwrót od globalizacji i poszerzenie kompetencji kontrolnych państwa goszczącego.

Podsumowując, bankructwo banku Lehman Brothers uruchomiło efekt domina i powszechną panikę. W tej chwili na całym świecie wszystkie banki o znaczeniu systemowym objęte są systemem ochrony. Czy jednak w zamian za ochronę powinny podlegać ostrzejszym regulacjom? Oto mniejsze, słabsze banki w tarapatkach zostały wchłonięte

between lender and borrower to do this negotiation. But you cannot negotiate or renegotiate mortgages when they have been securitised because the holder of the mortgages is now divided up into thousands, possibly even tens of thousands of different people. It is this “slicing and dicing” that means you can’t have easy renegotiation of mortgage arrangements. That will have to be changed. But the overall concept in my view remains valid.

There is going to be, I think, a shift towards the host in the home/host relationships. The problem in Europe is that financial crisis management is hideously expensive and there is no European funding basis to provide the money. It is a fiscal question. If the Europeans or the eurozone inhabitants are prepared to provide sufficient fiscal funding at the federal centre to finance crisis management, then and only then, can you effectively have a eurozone-wide supervisor, regulator, and all the rest of it. There is no evidence at the moment that those in charge in the eurozone are prepared to grasp the nettle of the fiscal problem.

Cross-border banking? I think that there will be some pull-back from globalisation and a shift towards host country control.

I am getting towards the end. Lehman Brothers were contagious. When it failed, there was a massive contagion and there was massive panic. All systemic banks around the world are now protected. If they are protected, should they get much tougher regulation? What has happened is that the smaller weaker banks who have got into trouble have been

przez większe instytucje. HBOS, któremu w innych okolicznościach nikt nie pozwoliłby na fuzję z innym brytyjskim bankiem, decyzją rządu połączył się z bankiem Lloyd's niemal z dnia na dzień. Bank Wachovia połączył się z większym bankiem amerykańskim, tak samo jak WaMu. Kwestie zagrożenia konkurencji zostały całkowicie zignorowane. Wzmocniono struktury oligopolistyczne. Obecnie w większości krajów działalność bankową prowadzi zaledwie kilka wielkich banków, które są stanowczo zbyt duże, by upaść. W niektórych przypadkach, które mają miejsce w mniejszych krajach, takie banki są zbyt wielkie, by dało się je uratować, bo państwa na to nie stać. Weźmy przykład Islandii. Niektóre z tych banków są zbyt wielkie, by można było nimi skutecznie zarządzać. Weźmy przykład Citibanku. Duże banki działały równie kiepsko albo nawet gorzej od banków małych i średnich. I znów weźmy przykład Citibanku, RBS, UBS. Wszystkie te duże banki nie popisały się w czasie kryzysu.

Co można zrobić z faktem, że system bankowy staje się coraz bardziej oligopolistyczny, silniej skoncentrowany, z mniejszą konkurencją? Po pierwsze, można wzruszyć ramionami, że nam nie zależy i nie robić nic. Po drugie, można wprowadzić zasadę, że większe banki podlegają ostrzejszym regulacjom, i być może nawet zachęcać największe banki do podziału, skoro dużym instytucjom grozi ostrzejsza regulacja. I jeszcze jedna możliwość. Nie wiem, na ile znana jest niedawna propozycja grupy G30 w sprawie regulacji finansowych, przygotowana chyba głównie przez Paula Volckera. Nie chcę być niesprawiedliwy, ale czytając między wierszami mam wrażenie, że Paul Volcker chciałby dać władzom możliwość dzielenia wielkich banków podobnie jak kiedyś podzielono AT&T. Czy Citibank, Bank of

folded into bigger banks. HBOS, which would never otherwise have been allowed to merge with another British bank, was put together with Lloyd's almost overnight by Government fiat. Wachovia was put with a larger US bank. WaMu was put with a larger US bank. Competition concerns have been totally ignored. Oligopolistic structure has been enhanced. In most countries now the majority of banking business is done by a very small number of huge banks, which are far too big to fail. In some cases, where they are in small countries, they are too big to save, because the country can't afford to save them. Look at Iceland. And in some cases they are probably too big to manage. Look at Citibank. The big banks have behaved as bad or worse than the small and medium banks. Again, look at Citibank, look at RBS, look at UBS. They were all very big banks and they didn't behave well during this crisis.

What are we going to do about the fact that our banking system is becoming more oligopolistic, more concentrated with less competition? First, we could do nothing and say that we don't care about it. Second, we could arrange that the bigger the bank the tougher the regulation, maybe even giving big banks the incentive to break themselves up because if they remain really big, then they will get much tougher regulation. A final suggestion – I do not know if many of you have read a very recent G30 proposal on financial regulation, which was, I think, largely drafted by Paul Volcker. If you read between the lines, and here I'm maybe doing him an injustice, I get the feeling that what Paul Volcker would like would be a power for the authorities simply to break up the really big banks in the way that AT&T was broken up into the Baby Bells.

America, JP Morgan Chase powinny coraz silniej dominować w amerykańskim sektorze bankowym, tak samo jak cztery bankowe giganty w Wielkiej Brytanii? Czy możemy na to pozwolić?

IV. Wnioski

Czeka nas powrót do bankowości detalicznej i dużo słabszy dostęp do rynków hurtowych. Mniej globalizacji i więcej kontroli państwa goszczącego. Może też (mam nadzieję) więcej antycyklicznej kontroli nad cyklami kredytów i cen aktywów. Kontrola nad dźwignią finansową wszystkich wielkich pośredników finansowych o wysokim wskaźniku dźwigni. Prawdopodobnie nastąpi dwutorowe podejście do regulacji finansowych – banki centralne posługiwać się będą ostrożnościowymi instrumentami makroekonomicznymi związanymi ze wskaźnikami dźwigni finansowej, wzrostu gospodarczego i akcji kredytowej, natomiast Komisja Nadzoru Finansowego nadal stosować będzie ostrożnościowe instrumenty mikroekonomiczne, a więc *de facto* wymogi Bazylei II.

Na zakończenie chciałbym dodać, że moim zdaniem sytuacja ta będzie dla Polski dość korzystna. Jednym z powodów jest to, że w polskim sektorze bankowym dominują spółki zależne banków zagranicznych. Dotychczas kontrola leżała głównie po stronie państwa pochodzenia banku, dzięki czemu globalne banki mogły robić co im się tylko podobało. Kraje o rynku zdominowanym przez banki zagraniczne nie były z tej sytuacji zadowolone. Myślę, że to się zmieni, bo w świecie, w którym instytucje są krajowe, trudno jest oczekiwać, że czysto globalny system nie popadnie w kryzys, z jakim obecnie mamy do czynienia. W warunkach obser-

Should we allow Citibank, Bank of America, JP Morgan Chase increasingly to dominate the American banking scene, or the four banks in the UK – should that actually be allowed to happen?

IV. Conclusions

We are going to return to retail banking with much less access to the wholesale markets. Less globalisation, more host country control. Perhaps, and I would hope, much more counter-cyclical control over credit and asset price cycles. Control over leverage applied to all intermediaries who are highly leveraged and big. I expect that we will get a twin-peak approach to financial regulation, with the macro-prudential instruments which relate to leverage and rates of growth and credit expansion being undertaken by the central bank, and the micro-prudential instruments, that's effectively Basel II, remaining within the FSA.

Let me end by saying that I think that this will be broadly favourable to Poland. The reason is that you are a country where the banking system is dominated by subsidiaries of foreign banks. This means that, until now, the trend has been home country control, allowing the global banks to do whatever they like wherever they like it. The countries which have been dominated by foreign-owned banks have been a little bit hesitant about that. I think that the world will change because in a world in which institutions are national it is very difficult to run a purely global system without potentially running into crisis conditions such as we have had. There will be a tendency, under these circumstances that have occurred in the last two

wowanych od dwóch lat pojawia się tendencja, by dla zwykłego bezpieczeństwa wprowadzić silniejsze mechanizmy kontrolne po stronie państwa goszczącego – czyli w tym przypadku Polski.

years, to realise that simply for self-protection there needs to be a much greater shift of control mechanisms towards the host country, which in your case is your own country.

Przypisy

¹ FDIC – *Federal Deposit Insurance Corporation* to niezależna agencja utworzona przez Kongres Stanów Zjednoczonych. Jej zadaniem jest utrzymywanie stabilności i zaufania do krajowego systemu finansowego poprzez gwarantowanie depozytów, badanie i nadzór nad instytucjami finansowymi i zarządzanie majątkiem banków w stanie upadłości (przyp. red.).

² CDOs – *Collateralized Debt Obligation* czyli obligacje zabezpieczone należnościami z tytułu udzielonych kredytów bankowych (przyp. red.).

³ MSSF – Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej, zestaw standardów i interpretacji przyjęty w 2001 r. przez Radę Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IASB) (przyp. red.)

⁴ M Brunnermeier, A Crocket, Ch Goodhart, A D Persaud i H Shin, „*The Fundamental Principles of Financial Regulation*”, Geneva Reports on the World Economy 11, ICMB & CEPR, 2009.

⁵ Wskaźnik określający wysokość kredytu w stosunku do wartości zabezpieczenia. Tutaj chodzi o kredyt hipoteczny (przyp. red.).

Endnotes

¹ FDIC - The Federal Deposit Insurance Corporation, an independent agency created by the US Congress with the task to maintain the stability and public confidence in the nation's financial system by insuring deposits, examining and supervising financial institutions, and managing receiverships (ed.)

² CDO - Collateralized Debt Obligation (ed.)

³ P&L - Profit and Loss Statement (ed.)

⁴ IFRS - International Financial Reporting Standards, standards and interpretations adopted in 2001 by the International Accounting Standards Board (IASB) (ed.)

⁵ M Brunnermeier, A Crocket, Ch Goodhart, A D Persaud and H Shin, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy 11, ICMB & CEPR, 2009

Z e s z y t y B R E - C A S E

1	Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
2	Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
3	Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
4	Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
5	Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
6	Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
7	Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
8	Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiary a rzeczywistość
9	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
10	Wycena ryzyka finansowego
11	Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
12	Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
13	Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce - stan obecny i perspektywy
14	Etyka biznesu
15	Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
16	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
17	Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
18	Dług publiczny
19	Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
20	Obrót wierzytelnościami
21	Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
22	Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
23	Sanacja banków
24	Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
25	Finansowanie projektów ekologicznych
26	Instrumenty dłużne na polskim rynku
27	Obligacje gmin
28	Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów
	Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
29	Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
30	Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
31	Mieszkalnictwo jako problem lokalny
32	Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
33	(nie ukazał się)
34	Rynek inwestycji energooszczędnych
35	Globalizacja rynków finansowych
36	Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej
37	Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
38	Docelowy model bankowości spółdzielczej
39	Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
40	Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
41	Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
42	Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
43	Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
44	Kiedy koniec złotego?
45	Fuzje i przejęcia bankowe
46	Budżet 2000
47	Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
48	Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
49	Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
50	Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
51	Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
52	Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
53	Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
54	Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
55	Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
56	Czy warto liczyć inflację bazową?
57	Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych

Z e s z y t y B R E - C A S E

-
- 58 Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
-
- 59 Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
-
- 59/a Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
-
- 60 (nie ukazał się)
-
- 61 Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
-
- 62 Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
-
- 63 Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
-
- 64 Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
-
- 65 Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
-
- 66 Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
-
- 67 Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
-
- 68 Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
-
- 69 Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
-
- 70 Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
-
- 71 Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
-
- 72 Reforma procesu stanowienia prawa
-
- 73 Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
-
- 74 Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
-
- 75 Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
-
- 76 Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
-
- 77 Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
-
- 78 Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
-
- 79 Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
-
- 80 Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
-
- 81 Absorpcja funduszy strukturalnych
-
- 82 Sekurytyzacja aktywów bankowych
-
- 83 Jakie reformy są potrzebne Polsce?
-
- 84 Obligacje komunalne w Polsce
-
- 85 Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
-
- 86 Ryzyko inwestycyjne Polski
-
- 87 Elastyczność i sprawność rynku pracy
-
- 88 Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej – Szansa czy konkurencja dla Polski?
-
- 89 Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)
-
- 90 SEPA – bankowa rewolucja
-
- 91 Energetyka-polityka-ekonomia
-
- 92 Ryzyko rynku nieruchomości
-
- 93 Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
-
- 94 Reforma finansów publicznych w Polsce
-
- 95 Inflacja – czy mamy nowy problem?
-
- 96 Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce
-
- 97 Stan finansów ochrony zdrowia
-
- 98 NUK - Nowa Umowa Kapitałowa
-
- 99 Rozwój bankowości transgranicznej a konkurencyjność sektora bankowego w Polsce
-
- 100 Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego
-