

# Wpływ zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych na sytuację gospodarczą Polski

Seminarium naukowe NBP, 4 października 2007 r.,  
Warszawa

## The Impact of Turbulence in International Financial Markets on the Economic Situation in Poland

National Bank of Poland's scientific seminar,  
4 October 2007, Warsaw

### Streszczenie

Ostatnie perturbacje finansowe na świecie oraz wahania na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych wywołują niepokój także w Polsce.

Wielu ekonomistów oraz praktyków życia gospodarczego stawia sobie pytania:

- Po pierwsze, czy turbulencje te mogą się przenieść także na rynek polski?
- Po drugie, jak silne może być ich ewentualne oddziaływanie na polską gospodarkę?
- Po trzecie, czy można im zapobiec?

Zjawiska te mogą istotnie wpływać z jednej strony na koniunkturę gospodarczą w Polsce, a z drugiej strony na podejmowane decyzje w zakresie polityki finansowej.

Dostrzegając wagę tych problemów, Narodowy Bank Polski zorganizował 4 października 2007 r. seminarium naukowe pt. „Wpływ zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych na sytuację gospodarczą Polski”. Uczestniczyło w nim wielu specjalistów, których zadaniem było objaśnianie tych zjawisk oraz zasugerowanie ewentualnych sposobów zabezpieczania się przed nimi. Poniżej przedstawiamy teksty opracowane na podstawie wystąpień z tego seminarium.

### Abstract

The recent financial turmoil all over the world and the volatile behaviour of the property market in the United States cause anxiety also in Poland.

A number of economists and people involved in economic activity pose the questions whether, firstly: turbulences may spread to the Polish market, secondly: how strong can their possible impact on the Polish economy be and thirdly: can they be possibly avoided?

These are phenomena which on the one hand can have a significant impact on the economic climate in Poland and, on the other, can influence decision-making within the scope of financial policy.

The National Bank of Poland realizing the importance of the above-mentioned issues organized on 4 October 2007 an scientific seminar entitled “The impact of turbulence in international financial markets on the economic situation in Poland” with the participation of a number of experts, who aimed at explaining these phenomena and attempted to identify possible means of safeguarding against them. Below, we present texts based on contributions to the seminar.

## Złoty wobec turbulencji na rynkach finansowych

### The Zloty in the Face of Turbulence on Financial Markets

*Alojzy Z. Nowak\*, Kazimierz Ryć\*\**

Zmiany zachodzące na rynkach finansowych w ostatnim dziesięcioleciu, zwłaszcza po kryzysie finansowym w Azji Południowo-Wschodniej w 1997 r., wymagają bardzo uważnej obserwacji. Wynika to zarówno z ich rozmiarów, jak i zasięgu geograficznego. Z jednej strony obejmują one wciąż najważniejszą walutę i gospodarkę na świecie, jaką jest gospodarka amerykańska. Z drugiej strony dotyczą także gospodarki i waluty chińskiej, która z kolei pretenduje do roli jednej z podstawowych walut rezerwowych w przyszłej architekturze finansowej na świecie. Z polskiej perspektywy kwestie te są ważne także dlatego, że nie tylko mogą oddziaływać na polskiego złotego, lecz także wpływają na strefę euro, z którą Polska wciąż ma największe obroty gospodarcze. Kształtowanie się zarówno kursu dolara, euro, jak i polskiego złotego odgrywa zatem zasadniczą rolę w kształtowaniu koniunktury gospodarczej w Polsce.

Zachodzących zmian jest wiele. Do najbardziej widocznych należy niemal stała deprecjacja dolara amerykańskiego zarówno wobec euro, jak i wobec innych walut tak międzynarodowych, jak i z ograniczonym geograficznie zasięgiem, np. wobec polskiego złotego. Znamienne jest także wciąż rosnące saldo na rachunku obrotów bieżących w wymianie handlowej Chin – USA, które pozwoliło na wzrost rezerw dewizowych Chin, według ostatnich szacunków do prawie 1 430 mld dolarów. W ten sposób – niejako naturalnie Chin – stają się gwarantem stabilności dolara amerykańskiego. Czy na długo? Nie wiadomo. Doświadczenia z lat dziewięćdziesiątych są w tym zakresie pozytywne. Chin oraz – solidarnie – inne kraje Azji, a także organizacje międzynarodowe broniły i dolara amerykańskiego, i wartości swoich walut, m.in. poprzez utrzymywanie stałego kursu wymiany

i pozyskiwanie zagranicznych kredytów od organizacji międzynarodowych na stabilizację swoich walut narodowych, a tym samym także na stabilizację ówczesnego systemu walutowego<sup>1</sup>. Czy będzie tak i w 2007 r.? Prawdopodobnie nie, albowiem niedawno Chiny zapowiedziały, że rozważają zamianę części swoich rezerw walutowych utrzymywanych w dolarach amerykańskich na inne waluty. Konsekwencje takiej decyzji mogą nie tylko zmienić architekturę finansową współczesnego świata, ale wywołać także wiele perturbacji na rynkach finansowych. Oczywiście nie chodzi tutaj o to, że waluta chińska mogłaby już wkrótce stać się jedną z ważniejszych walut na świecie, a tym samym nawet walutą rezerwową. Rzecz w tym, że wyzbywanie się dolara amerykańskiego przez Chiny mogłoby doprowadzić do jego deprecjacji i być może nawet do bankructwa wielu instytucji. Prawdopodobnie tak się nie zdarzy i wypowiedzi chińskich przedstawicieli są tylko środkiem do osiągnięcia określonych celów, ale na wszelki wypadek i taki wariant warto mieć na uwadze<sup>2</sup>.

Niektórzy ekonomiści uważają, że brak stabilizacji dolara amerykańskiego mógłby spowodować pojawienie się kryzysu walutowego na większą skalę i perturbacji na rynkach finansowych. Podają tutaj jako przykład połowę lat dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia, kiedy po raz pierwszy na większą skalę nastąpiła uciecz-

\* Przewodniczący Rady Naukowej Narodowego Banku Polskiego; Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania.

\*\* Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania.

<sup>1</sup> Szerzej na ten temat zob. Nowak (2003).

<sup>2</sup> R. Mundell uważa na przykład, że waluta chińska za kilkadziesiąt lat może być jedną z głównych walut świata i odgrywać istotną rolę przy tworzeniu „globala” – waluty globalnej, która mogłaby pełnić funkcję pieniądza światowego. Naszym zadaniem nie jest jednak prowadzenie w tym miejscu rozważań, na ile jest to koncepcja realna.

ka od dolara amerykańskiego. Inni ekonomiści nie podzielają takiego poglądu, uważając, że we współczesnym świecie nie ma miejsca na głębokie kryzysy walutowe<sup>3</sup>. W przypadku ich wybuchu straty byłyby bowiem zbyt bolesne i zbyt duże dla wielu podmiotów gospodarczych (piszemy o tym w innym artykule). W tej filozofii ostrzegania współczesnych stosunków finansowych istnieje zatem przekonanie, że w rezultacie oligopolizacji rynków finansowych mamy do czynienia z pewnym *consensusem*. Polega on na tym, że wspólnie chroni się *status quo*, uznając, że jego naruszenie mogłoby doprowadzić do załamania finansów międzynarodowych. Sytuacja taka nie oznacza, rzecz jasna, że nie mogą się pojawiać kryzysy walutowe na mniejszą skalę, będące rezultatem segmentacji rynków, jednak raczej nie jest możliwy kryzys walutowy o charakterze globalnym. W przypadku kryzysów lokalnych kraje czy instytucje, których nie osłania parasol ochronny dużych ugrupowań gospodarczo-walutowych lub krajów mających walutę międzynarodową, mogą jednak dotkliwie odczuć skutki nawet regionalnego kryzysu walutowego. Bez przesadzania prawdopodobieństwa pojawienia się walutowego kryzysu globalnego czy lokalnego warto zwrócić uwagę na następujące fakty.

Po pierwsze, że w globalizującym i integrującym się świecie mamy od czasu do czasu do czynienia z turbulencjami walutowymi i finansowymi.

Po drugie, Polska nie jest jeszcze częścią żadnego ugrupowania walutowego, które rozpięłoby nad nią parasol ochronny w czasie trwania globalnych bądź regionalnych turbulencji finansowych.

Po trzecie, następuje umacnianie się euro oraz Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej, która w niedługiej przyszłości prawdopodobnie będzie istotnym – jeśli nie zasadniczym – elementem współczesnego systemu walutowego na świecie.

Czy obecnie mamy zatem do czynienia z zagrożeniem kryzysem walutowym lub finansowym?

Odpowiedź na to pytanie nie jest ani prosta, ani jednoznaczna. Próbując jednak na nie odpowiedzieć, warto w tym miejscu, po pierwsze, zdefiniować pojęcie kryzysu walutowego. Po drugie, należy wyodrębnić kryzys walutowy strukturalny i koniunkturalny oraz odpowiedzieć na pytanie, jakie jeszcze inne zmiany zachodzą we współczesnym świecie, które mogą mieć istotny wpływ na kształtowanie się przyszłego systemu walutowego i na zachowanie się polskiego złotego.

W naszej opinii z kryzysem walutowym mamy do czynienia wtedy, kiedy podmioty gospodarcze wyzbywają się na wielką skalę aktywów nominowanych w danej walucie. Główną przyczyną takiego zjawiska jest utrata zaufania do danej waluty, spowodowana np. pogarszaniem się jej siły nabywczej, czyli jej deprecjacją, a tym samym zmniejszaniem się wartości walorów utrzymywanych w tej walucie.

Zanim odpowiemy na pytanie, co może być przyczyną obniżania się wartości danej waluty, zdefiniujmy, co rozumiemy przez to pojęcie. Najogólniej rzecz ujmując, przez walutę rozumie się prawny środek płatniczy obowiązujący na terytorium danego kraju. O tym, co jest tym środkiem, oraz w szczególności, jaka jest jego wartość wymienna w stosunku do innych walut, decyduje przyjęty reżim kursowy, a niekiedy także władza monetarna danego kraju (bank centralny, minister finansów, minister skarbu). Decyzje te władza monetarna podejmuje z reguły na podstawie oceny sytuacji ekonomicznej danego kraju (analizy fundamentalnej), tj. w zależności od tempa wzrostu gospodarczego, zatrudnienia, oszczędności, inwestycji, salda bilansu płatniczego, rezerw walutowych kursu walutowego itd. Wielkości te są pochodnymi procesów realnych, m.in. wydajności pracy i konkurencyjności danego kraju, które w wielu krajach, także w głównych krajach świata, wykazują duży progres. Niektórzy ekonomiści anglosascy i praktycy życia gospodarczego, wśród nich m.in. Alan Greenspan, były szef Systemu Rezerwy Federalnej, uważają nawet, że w rezultacie tych pozytywnych zjawisk zachodzących w sferze realnej wiek XXI może być okresem dezinflacji, przynajmniej w USA, a tym samym będzie się umacniało zaufanie do waluty amerykańskiej.

Jeśli zatem analiza fundamentalna kraju, którego waluta odgrywa rolę światową (obecnie jest to w dalszym ciągu USA i dolar amerykański, w którym w świetle wielu danych empirycznych nadal utrzymywanych jest około 65% rezerw dewizowych na świecie), wskazuje na zdrowe podstawy rozwoju ekonomicznego, to raczej nie trzeba się obawiać pojawienia się strukturalnych przyczyn kryzysu walutowego. Czy jednak zawsze tak musi być? Doświadczenia innych krajów wskazują, że niestety nie. Także ostatnie wydarzenia na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych nie potwierdzają tej tezy<sup>4</sup>.

Zasadniczym powodem zaistnienia nierównowagi finansowej na światowych rynkach finansowych może być nadpłynność finansowa głównych „graczy” na tych rynkach. Według dostępnych danych statystycznych szacuje się, że obroty na międzynarodowych rynkach finansowych są 30–40-krotnie wyższe niż obroty w sferze realnej. Powodem takiego wysokiego wolumenu obrotów na tych rynkach jest m.in. wprowadzenie w latach 70. płynnych kursów walutowych, a następnie w latach 80. deregulacja obrotów instrumentami finansowymi i ich pochodnymi. W rezultacie na rynkach finansowych pojawiło się wiele nowych podmiotów, m.in. funduszy powierniczych, instytucji ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych, funduszy inwestycyjnych, oraz wiele no-

<sup>3</sup> Zob. np. Nowak (1998).

<sup>4</sup> Na myśl przychodzi tutaj również słynny „Barometr Harvardzki”, który jeszcze na kilka dni przed „czarnym czwartkiem” na giełdzie w Nowym Jorku wykazywał, że gospodarka będzie się w dalszym ciągu wspaniale rozwijała. Tymczasem stało się odwrotnie, czyli nastąpiło jej drastyczne załamanie, wywołujące głęboki kryzys światowy. Prowadzone analizy koniunktury gospodarczej i formułowane na tej podstawie prognozy gospodarcze okazały się zatem całkowicie zawodne.

wych instrumentów finansowych. Nastąpiło to przede wszystkim z chęci zysku, a nie – jak dotąd – z powodu wyrównywania pozycji walutowych (do połowy lat 70. głównymi uczestnikami rynków walutowych były banki). Wielość uczestników i walorów finansowych oraz w pewnym sensie ich pogoń za zyskiem spowodowały swego rodzaju „nadprodukcję pieniądza” na tych rynkach, co może także prowadzić do różnych perturbacji wywołujących hossę lub bessę na rynkach finansowych.

Powstanie międzynarodowego rynku walutowego na tak wielką skalę, dziesiątki razy przewyższającego wartość operacji na rynkach dóbr i usług, jest rezultatem internacjonalizacji walut krajowych, tworzących łącznie światowe M1, oraz zmian sposobu funkcjonowania międzynarodowych rynków finansowych (deregulacja, dematerializacja i liberalizacja przepływów kapitałowych). Jednocześnie kształtują się pewne decyzje inwestorów co do kupna i sprzedaży instrumentów finansowych. Decyzje te nie zawsze opierają się na przesłankach ekonomicznych; bywają też rezultatem np. decyzji politycznych. Innymi słowy na rynkach finansowych tworzone są przesłanki przejrzystości tego rynku oraz urynkowania przepływów kapitałowych. Z drugiej strony podejmowane są decyzje finansowe, których podłożem są względy polityczne. Wynikają one choćby z tego, że decydentami bywają rządy krajów niedemokratycznych posiadających duże rezerwy dewizowe. W ten sposób pojawia się pole do spekulacji na rynkach finansowych.

Czy może to być gra z wynikiem zerowym? Zwolennicy globalizacji stanowczo temu zaprzeczają. Zwiększają się bowiem dostępność kapitału i jego mobilność ułatwiająca wykorzystanie zasobów. W każdej gospodarce otwartej na przepływy kapitału znajduje on zastosowanie, przede wszystkim tam, gdzie pojawia się wyższa produktywność zasobów rzeczowych: pracy, ziemi, bogactw naturalnych itp. Rośnie więc hiperagregat produktów narodowych oraz przychodów z inwestycji (Stiglitz 2002; 2007).

Jest jednak i druga strona tych procesów. Składają się na nią sprzeczności wynikające z globalizacji pieniądza. Z jednej strony w warunkach powszechnej i nieograniczonej dostępności walut waluta krajowa jest częścią pieniądza światowego. Z drugiej strony jej kondycja w stosunku do innych walut silnie wiąże się ze stanem gospodarki kraju emitenta oraz meandrami polityki monetarnej i fiskalnej jego władz państwowych. Z tego powodu zmieniają się prognozy kształtowania się kursów walutowych praktycznie każdej waluty tworzącej światowe M1. W rezultacie mają one bezpośredni wpływ na rosnące koszty kapitału dla jego potencjalnych użytkowników ze strony realnych gospodarek narodowych, tj. przemysłu, rolnictwa, handlu i innych usług niefinansowych. Jest to wynikiem m.in. tego, że:

- Po pierwsze, duże zasoby pieniężne zostały ulokowane w instrumenty rynku pieniężnego i utrzymywane są w stanie wysokiej płynności. Oznacza to

uszczerpienie środków, które mogłyby być wykorzystane w formie kredytów dla sfery realnej. Sytuacja taka przyczynia się do utrzymywania relatywnie wysokiej stopy procentowej.

- Po drugie, zaangażowanie kapitału na rynku pieniężnym odwraca uwagę inwestorów od procesów alokacji w sferze realnej. Najtęższe umysły analityków z banków i instytucji finansowych biorą udział w grze o wyniku w istocie zerowym.

- Po trzecie, otwiera się szerokie pole do redystrybucji przychodów z kapitału na rzecz spekulantów rynku pieniężnego, którymi są wielkie fundusze inwestycyjne posiadające środki, by atakować waluty poszczególnych państw.

- Po czwarte, ataki spekulacyjne wielkich graczy rynku pieniężnego stają się źródłem niezawinionych kryzysów walutowych i kryzysów gospodarczych w państwach o słabszych gospodarkach. Sytuacje takie niejednokrotnie niweczą wysiłki związane z pozyskaniem i wykorzystaniem pożyczek pieniężnych niezbędnych do funkcjonowania i rozwoju danego kraju.

Wydaje się jednak, że międzynarodowe instytucje finansowe coraz częściej uświadamiają sobie te zjawiska i podejmują odpowiednie środki zapobiegawcze – głównie w sferze regulacyjnej. Ich rezultatem ma być zbudowanie nowej architektury finansowej współczesnego świata, być może kiedyś opartej na wspólnej walucie. W tej chwili za wcześnie jednak, by ocenić, jaka będzie skuteczność tych przedsięwzięć – nawet w krótkim okresie.

Innym czynnikiem mogącym powodować perturbacje na rynkach walutowych jest utrata zaufania do waluty światowej (walut) z pobudek, nazwijmy to, irracjonalnych – psychologicznych bądź innych, które obecnie nawet trudno zdefiniować. Pamiętajmy bowiem, że współczesne stosunki walutowe nie opierają się właściwie na żadnych „twardych podstawach”, jak miało to miejsce w przeszłości, kiedy funkcję pieniądza światowego pełniło złoto, a następnie kiedy tę podstawę stanowiły stałe kursy walutowe. Rzecz jasna obecnie nie ma bezpośredniego zagrożenia, m.in. dlatego, że współczesny świat finansów występuje niezwykle solidarnie w obronie zaufania do waluty światowej, obawiając się zapewne znanego ekonomistom „efektu domina”.

Czy jednak zawsze ma miejsce taka zgodność „świata finansowego”? Obecnie wydaje się jednak, że nie. Wielu dużych „graczy” zaczyna głównie myśleć o sobie. Chiny zapowiedziały rozważenie możliwości zamiany przynajmniej części swoich rezerw dewizowych nominowanych w dolarach amerykańskich na inne waluty. Kto wie, czy właśnie nie to powoduje wzrost napięcia na międzynarodowych rynkach finansowych, objawiający się m.in. znacznym spadkiem notowań na giełdach papierów wartościowych – właściwie we wszystkich regionach świata – od Nowego Jorku poczynając, a na giełdach azjatyckich kończąc. Z zapowiedzi niektórych polityków i dyrektorów zarządzających instytucjami fi-

nansowymi wynika, że może nie dojść do takiej wspólnej interwencji, mimo iż logika nakazywałaby podjęcie wspólnych działań w celu łagodzenia napięć na międzynarodowych rynkach finansowych.

Co może się zdarzyć – przynajmniej hipotetycznie – jeśli tak się stanie? Pierwsze, co nasuwa się na myśl, to oczywiście ucieczka kapitału z miejsc zagrożenia i wizja pojawienia się dużego kapitału nomadycznego na tzw. wschodzących rynkach, gdzie pewny i wysoki zysk (istnienie wciąż względnie wysokiej stopy procentowej) niewątpliwie byłby dużą zachętą do lokowania go właśnie w tych miejscach. Czy Polska jest przygotowana do ewentualnej absorpcji takiego kapitału? Właściwie trudno w tej chwili dać jednoznaczną odpowiedź, gdyż – o ile nam wiadomo – żadne głębsze badania w tej materii nie zostały jeszcze przeprowadzone. Można jedynie spekulować, że w takiej sytuacji może się pojawić dodatkowy kapitał nomadyczny, który w dalszym ciągu będzie prowadzić do aprecjacji polskiego złotego. W rezultacie może się pogorszyć konkurencyjność towarów eksportowych i zwiększyć wolumen importu. Skutkiem takiego rozwoju sytuacji mogłyby być zatem pogorszenie się salda na rachunku obrotów bieżących i wszystkie tego konsekwencje, czyli zmniejszenie wiarygodności płatniczej, wzrost zobowiązań finansowych państwa i wreszcie wzrost kosztów obsługi długu.

Można się także liczyć z odwrotnym scenariuszem. Inwestorzy, którzy ponieśli straty na rynkach dojrzałych, mogą zechcieć wycofać się z rynków wschodzących, realizując na nich swoje zyski po to, aby wyrównać straty w miejscach ich powstania. W takiej sytuacji mielibyśmy do czynienia rzeczywiście ze spadkami cen walorów finansowych notowanych na giełdach rynków wschodzących. Mogłyby to grozić perturbacjami finansowymi, z kryzysem finansowym włącznie.

Jak widać, żaden z powyższych scenariuszy nie jest korzystny dla gospodarki. W pierwszym niekontrolowany napływ kapitału może działać aprecjacyjnie na walutę krajową i tym samym podrażać produkcję krajową, obniżając jednocześnie jej konkurencyjność. Jest wielce prawdopodobne, że w takiej sytuacji nastąpiłyby spadek eksportu i wzrost importu. Mogłyby to doprowadzić do pogorszenia się salda na rachunku obrotów bieżących oraz – w rezultacie – do spadku koniunktury gospodarczej.

W drugim przypadku wyprzedaż walorów finansowych mogłaby prowadzić z jednej strony do spadku ich ceny, a z drugiej strony – do deprecjacji waluty krajowej. Wprawdzie zwiększyłyby to konkurencyjność eksportu, ale mogłyby też prowadzić do wzrostu inflacji w rezultacie pojawienia się dodatkowego pieniądza krajowego.

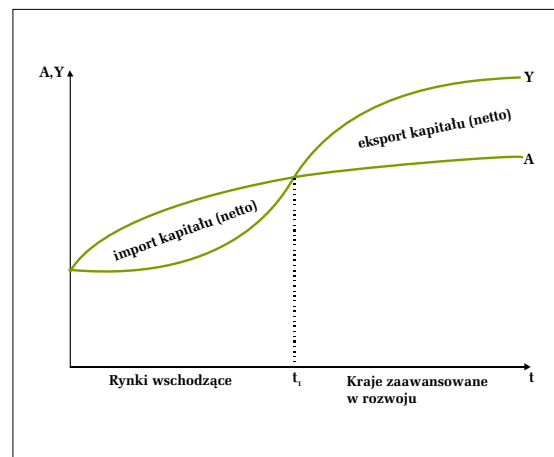
W obu przypadkach prowadzenie polityki finansowej mającej na celu stabilizowanie gospodarki nie jest zadaniem łatwym. Jej trudność może być dodatkowo spotęgowana tym, że w różnych fazach zasygnalizowanych scenariuszy należałoby prowadzić różną politykę

finansową. Wrócimy do tego w dalszej części naszego artykułu.

Inną, chyba najbardziej spektakularną zmianą (silnie związaną także z zasygnalizowanymi wyżej perturbacjami finansowymi) zachodzącą obecnie na rynkach finansowych jest zmieniający się kierunek przepływu kapitału. Począwszy od wieku XIX i przez cały wiek XX – z przerwami na zawieruchy wojenne – kapitał płynął z krajów zaawansowanych w rozwoju do krajów słabo rozwiniętych ekonomicznie. Oczywiście pojawiały się wyjątki od tej reguły, lecz w ogromnej większości przypadków odbiorcami przepływu kapitału netto były kraje rozwijające się nie tylko z nazwy, a eksporterami kapitału netto kraje bogate, zaawansowane w rozwoju<sup>5</sup>. Zjawisko to można opisać na wykresie 1.

Na osi poziomej oznaczamy czas, odmierzany zegarem ekonomicznego zaawansowania, a na osi pionowej poziom krajowej produkcji ( $Y$ ) i krajowej absorpcji ( $A$ ), obejmującej konsumpcję prywatną, inwestycje brutto i wydatki rządowe. Punkt  $t$  przecięcia krzywych oznacza moment osiągnięcia dojrzałości ekonomicznej, tj. przejścia od pozycji importera kapitału netto do pozycji jego eksportera netto.

Wykres 1. *Pozycja inwestycyjna kraju (bieżąca)*



$$Y = C + J + G + X$$

$$A = C + I + G$$

$$Y - A + X$$

$$PIK = \frac{Y}{A}$$

gdzie:

$Y$  – produkt krajowy brutto,

$C$  – prywatna konsumpcja,

$I$  – inwestycje brutto,

$G$  – wydatki rządowe,

$X$  – eksport netto,

$A$  – krajowe zużycie (absorpcja).

<sup>5</sup> Por. np. Ryc (2002).

Tabela 1. Saldo obrotów bieżących wybranych regionów na świecie

Rok	OECD	Kraje spoza OECD	Azjatyckie kraje spoza OECD	Chiny	Tygrysy azjatyckie <sup>1</sup>	Inne kraje azjatyckie	Ameryka Łacińska	Afryka i Środkowy Wschód	Europa Centralna i Środkowa	Świat
1992	-75	-36	5	6	5	-6	-9	-32	b.d.	-111
1993	0	-73	-16	-12	2	-6	-22	-36	b.d.	-73
1994	-31	-45	-2	8	-2	-9	-22	-21	b.d.	-77
1995	27	-91	-33	2	-20	-15	-36	-21	-1	-64
1996	-6	-52	-17	7	-10	-14	-36	1	0	-58
1997	35	-54	15	30	-4	-11	-57	1	-13	-18
1998	-26	-57	74	29	54	-8	-72	-44	-15	-83
1999	-178	50	75	21	61	-6	-41	-1	17	-128
2000	-334	160	67	21	50	-4	-28	79	42	-174
2001	-277	111	80	17	58	4	-34	38	26	-166
2002	-309	166	117	35	72	10	0	27	23	-142
2003	-313	266	159	46	98	15	17	66	24	-48
2004	-354	326	145	69	85	-9	26	111	44	-29
2005	-564	552	234	161	89	-16	40	215	62	-12
2006	-688	712	354	250	128	-26	51	239	70	24
2007p	-609	708	430	315	150	-34	51	180	46	99
2008p	-626	724	469	368	144	-43	47	170	37	98

<sup>1</sup> Tajwan, Hongkong, Indonezja, Malezja, Filipiny, Singapur, Tajlandia

p – prognoza

Źródło: OECD Economic Outlook 81 database.

Jak już wspominaliśmy, również przed 1997 r. były wyjątki od tej reguły<sup>6</sup>. Po wydarzeniach w gospodarce światowej z lat 1997–1998 liczba przypadków niezgodnych z tą regułą zdecydowanie jednak wzrosła i – co najważniejsze – przepływ kapitału w odwrotnym kierunku osiągnął niespotykanie wcześniej rozmiary.

Można więc przyjąć, że w większości przypadków kapitał nadal płynie z krajów bogatych do krajów uboższych. Jest tak m.in. wśród krajów członkowskich Unii Europejskiej. Jeśli natomiast weźmiemy pod uwagę siłę przepływu strumienia kapitału w skali całego świata, górę bierze przepływ w odwrotnym kierunku. *Per saldo* kraje biedne wspierają kraje bogate. Zwrot międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, ujmowanej jako strumień i mierzonej saldem obrotów bieżących, nastąpił w 1999 r., a dokładnie po kryzysach azjatyckim, brazylijskim i rosyjskim. To właśnie w tym czasie zaszły radykalne

zmiany w podaży inwestycji bezpośrednich, portfelowych, kredytów oraz strumieni oszczędności i wydatków.

Bilans obrotów bieżących, który najlepiej odzwierciedla ruchy tych strumieni dla głównych ugrupowań (regionów) gospodarki światowej, przedstawia tabela 1.

Odwroćcie kierunku przepływu strumienia kapitału okazało się trwałe, a przepływ kapitału z każdym kolejnym rokiem nasila się, osiągając monstrualne rozmiary. Wśród „dłużników”, do których należą kraje najbogatsze, zgrupowane w OECD, główna „wina” spada na USA, z deficytem na rachunku obrotów bieżących bliskim już biliona USD. Nadwyżkę na tym rachunku ma „reszta” świata, w której dominują Chiny (por. tabele 1 i 2).

Powiększająca się szybko luka pomiędzy produkcją krajową a wydatkami, którą możemy przedstawić jako stosunek krajowej produkcji do krajowej absorpcji, czyli *Y/A*, dla USA kształtuje się poniżej 1, a dla Chin znacznie powyżej 1. Oszczędności w Chinach osiągają rekordowy poziom – ponad 40% PKB (w 2006 r. 42%). Jeśli uwzględnimy inwestycje zagraniczne lokowane w

<sup>6</sup> Problem zmiany kierunku przepływu kapitału zauważył i dyskusję zapoczątkował amerykański ekonomista R. Lucas (1990).

Tabela 2. Bilans obrotów bieżących w wybranych krajach

Wyszczególnienie	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007p	2008p
Australia	-15,9	-19,3	-14,7	-7,4	-15,8	-28,6	-38,8	-40,8	-40,6	-44,1	-49,6
Niemcy	33,2	-29,6	-33,8	0,4	40,9	48,6	117,2	129,2	147,9	218,2	236,9
Grecja	-4,7	-4,5	-9,8	-9,5	-10,1	-12,7	-13,3	-17,8	-29,7	-33,1	-33,9
Japonia	46,6	114,3	119,8	88,2	111,7	136,4	172,6	166,3	171,2	207,7	240,7
Korea	-2,0	-8,7	12,3	8,0	5,4	11,9	28,2	15,0	6,1	-0,5	-4,1
Holandia	8,1	25,8	7,3	9,8	11,0	29,8	52,0	49,0	59,6	60,1	59,7
Polska	-	0,9	-10,0	-5,4	-5,0	-4,6	-10,7	-5,1	-7,9	-10,8	-11,4
Portugalia	-0,2	-0,2	-11,6	-11,5	-10,3	-9,6	-13,8	-18,0	-18,3	-19,2	-21,6
Wielka Brytania	-39,1	-13,4	-37,4	-31,5	-24,7	-24,5	-35,3	-52,6	-80,1	-87,0	-76,5
Stany Zjednoczone	-79,0	-113,6	-415,2	-389,0	-472,4	-527,5	-665,3	-791,5	-856,7	-841,9	-904,8
Strefa euro	-8,0	44,7	-36,9	8,2	45,6	45,9	108,7	31,7	8,1	49,7	46,9
Ogółem OECD	-120,9	26,8	-334,2	-276,6	-308,8	-313,1	-354,3	-563,5	-687,9	-609,1	-626,1

p – prognoza

Źródło: OECD Economic Outlook 81 database.

Chinach, w wysokości około 4% chińskiego PKB, to powstaje znaczna nadwyżka akumulacji finansowej nawet w stosunku do bardzo dużych inwestycji w Chinach.

Wysoki udział oszczędności w PKB utrzymuje się także w Japonii i w innych krajach Azji Południowo-wschodniej. Przed 1997 r. wysoki poziom oszczędności w tym rejonie wywołał inflację aktywów i silne procesy spekulacyjne, zwłaszcza na rynku nieruchomości. Giełdy papierów wartościowych osiągnęły rekordową kapitalizację, nawet kilkakrotnie przekraczając wartość rocznego PKB. Oszczędności w tych gospodarkach wspomagał przepływ kapitału netto do tego regionu. Krach na giełdach najpierw w Japonii, a później w pozostałych krajach zapoczątkował kryzys bankowy i finansowy, który przeniósł się na sferę realną gospodarki i spowodował załamanie się rynków w latach 1997–1998. Od tego czasu – jak zaznaczyliśmy – nastąpił zwrot kierunku przepływu strumienia kapitału.

Na temat tego kryzysu, jego przyczyn oraz następstw mamy bogatą literaturę przedmiotu<sup>7</sup>.

Ostatnio szczególne zainteresowanie wzbudzają pogłębiająca się nierównowaga światowych finansów, deficyt Stanów Zjednoczonych i rosnący poziom rezerw w Chinach. Jest to odpowiedź na niepokój polityków i szerokich kręgów społecznych obserwujących postępy i deformację globalizacji.

Rezerwy dewizowe Chin przewyższyły rezerwy Japonii, osiągając – jak już wspominaliśmy – 1 430 mld USD w połowie 2007 r. Wzrost tych rezerw w ostatnich dwóch latach jest szczególnie gwałtowny, tak jak gwałtowny jest wzrost deficytu obrotów bieżących USA mimo deprecjacji USD.

Zanim zaostrzyły się napięcia obserwowane w ostatnich miesiącach 2007 r., powstało wiele teorii i na ich podstawie szereg prognoz rozwoju sytuacji w światowych finansach i przywrócenia równowagi.

Przegląd tych teorii przedstawili K. Lutkowski (2006) i K. Rybiński (2006). Nie będziemy zatem do nich wracać.

W tym miejscu zwrócimy jednak uwagę na możliwość optymistycznego scenariusza dostosowań, które mogłyby przywrócić naruszoną równowagę finansów światowych.

1. Utrzymywaniem równowagi mogą być zainteresowane obie strony. Jeśli nie ma wystarczająco dużo obiecujących projektów inwestycyjnych, to inwestorzy z krajów Azji i Ameryki mogą przedkładać inwestycje w amerykańskie papiery dłużne nad inwestycje na rodzimych rynkach kapitałowych, które świeżo ucierpiały na załamaniu giełd.

2. Amerykanie mogą finansować konsumpcję prywatną nieuszczerploną wysokimi nakładami na konsumpcję zbiorową i pozostałe wydatki rządowe. Kredyt jest tani, na utrzymanie niskich stóp procentowych pozwala stały dopływ środków z zagranicy.

3. Tani pieniądz podnosi opłacalność amerykańskich inwestycji, w tym inwestycji poza granicami USA. Są to z reguły inwestycje (projekty) innowacyjne. Wysokie zyski z inwestycji zagranicznych, w tym również w Chinach i w innych krajach Azji Południowej sprawiają, że mimo ujemnego salda obrotów bieżących już od dziesiątek lat saldo dochodów w strukturze obrotów bieżących nie jest ujemne, lecz przeciwnie – lekko dodatnie. W rezultacie Azjaci mają pracę i zarobki, azjatyccy inwestorzy bezpieczne składniki portfela inwestycyjnego, a Amerykanie wyższe zyski z inwestycji innowacyjnych i wyższą konsumpcję.

Na horyzoncie nie pojawia się „azjatycka Francja de Gaulle'a”, która będzie żądać złota za papierowe dolary i która w tym przypadku naruszyłaby równowagę „nowego Bretton Woods”. Teraz mogłaby to być zamiana słabnącego dolara na inne waluty, które mogą pełnić funkcje rezerw dewizowych. Byłby to bowiem w istocie strzał do własnej bramki, gdyż upadek dolara i wzrost kursu euro lub franka szwajcarskiego katastrofalnie obniżyły we wszystkich krajach wartość obecnych rezerw wyrażonych w dolarach.

Zgodnie z tym scenariuszem równowaga może być stopniowo przywracana dzięki wzrostowi wewnętrznego popytu krajowego w Azji i zwiększeniu skłonności Chińczyków do konsumpcji.

Niestety ten optymistyczny scenariusz jest coraz mniej realny wobec narastających na świecie napięć. Jego spełnienie wymaga realizacji przynajmniej dwóch innych procesów, przyjętych w założeniu.

Pierwszy to rozszerzenie oraz pogłębienie się wolnego rynku i nieskrępowanego przepływu towarów i kapitałów, wzrost usług (usługi wykorzystujące Internet), a wraz z nimi zwiększenie zaufania między partnerami w wyniku rozwoju instytucji gospodarki rynkowej.

Drugi to postępująca demokratyzacja regionów, w których władza ma charakter autorytarny, rozprzestrzeniająca się wraz z zachodnimi wartościami. Proces ten przynajmniej pośrednio mógłby umożliwić podniesienie standardów życia w tych krajach i regionach, m.in. w rezultacie szerszego dostępu do zachodnich standardów życia, jak też do informacji o nich. Efekt naśladownictwa mógłby skutkować zwiększeniem popytu konsumpcyjnego.

Wydaje się, że warto przeanalizować na tym tle zachowanie się polskiego złotego wobec zmian i turbulencji zachodzących we współczesnym systemie walutowym. Zrozumienie możliwych zachowań polskiego złotego w połączeniu z propozycją odpowiednich scenariuszy jego reakcji na zmiany na rynkach finansowych może pomóc w stosunkowo łagodnym dostosowaniu polskiego systemu walutowego i polskiej gospodarki do zmieniających się warunków funkcjonowania oraz do procesów integracji z Europejskim Systemem Walutowym.

Dodatkowym argumentem w ocenie kondycji polskiego złotego i jej skutków dla polskiej gospodarki jest

<sup>7</sup> Zob. np. Krugman (2001); Sławiński (2001), a także inni autorzy.

także prawie osiemnastoletni okres transformacji naszej gospodarki i zbliżające się formalne przystąpienie Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej. Jest to temat zarówno frapujący poznawczo, jak i bardzo praktyczny. Niestety – naszym zdaniem – nie jest on łatwy ani do prezentacji, ani do analizy.

Oslabienie dolara amerykańskiego w ostatnich kilkunastu miesiącach pogłębiło obawy o stan równowagi finansowej, opartej – niestety – na chwiejnych podstawach. Aby zapobiec dalszej deprecjacji dolara w stosunku do euro i innych walut wymiennalnych, a tym samym osłabić presję inflacyjną, Rezerwa Federalna zdecydowała się na szybkie i znaczne podwyżki stopy procentowej w USA. Od czerwca 2004 r. do czerwca 2006 r. stopa procentowa (*federal funds rate*) wzrosła z 1% do 5,25%. W rezultacie zwiększyły się koszty kredytu, co spowodowało ujawnienie się kryzysu zadłużenia, zwłaszcza zadłużenia hipotecznego. Groźba upadłości dłużników i nieostrożnych wierzycieli stała się przyczyną spadku popytu i osłabienia koniunktury. To z kolei skłoniło Rezerwę Federalną do nieznacznego obniżenia stopy procentowej.

Wobec sprzecznych celów, które Fed musi rozstrzygać, tj. dyscyplinowania finansów i przeciwdziałania inflacji, ratowania zagrożonej koniunktury, a z drugiej strony ratowania dolara, Rezerwa Federalna – jak się wydaje – znajduje rozwiązanie pośrednie, co w najbliższej przyszłości raczej niezbyt dobrze wróży dolarowi. Może on nadal słabnąć. Z przyczyn przedstawionych wyżej nie należy jednak oczekiwać załamania finansów i konwersji rezerw denominowanych w dolarach.

Deprecjacja dolara wywołuje silne turbulencje światowych finansów, co odbija się na kondycji złotego.

Skutki dla złotego zależą od głębokości spadku siły nabywczej dolara. Wszystkie prognozy w tej dziedzinie mogą jednak okazać się zawodne. Istnieje natomiast spore prawdopodobieństwo wielu zdarzeń i ich następstw:

1. Pogłębienie się obserwowanego już spadku indeksów giełdowych, który dotknął warszawską giełdę. Mechanizm kompensowania przez maklerów giełdowych strat na innych rynkach uczyni proces spadku notowań kolejnych spółek zaraźliwym, tym bardziej że warszawska giełda osiągnęła wysoką wycenę aktywów.

2. Możliwy odpływ kapitału za granicę w wyniku sprzedaży papierów udziałowych, co w praktyce może przejściowo osłabić złotego w stosunku do euro. Mogą też stracić waluty innych „młodych” krajów Unii, zwłaszcza krajów bałtyckich (mogą temu sprzyjać także wysokie ujemne salda obrotów bieżących). W tym czasie euro będzie się wzmacniać wobec dolara.

3. Jeśli złoty rzeczywiście straci w pierwszej fazie zaburzeń finansowych w stosunku do euro i innych walut światowych poza USD, to strata ta będzie przejściowa. W niedługim czasie po tym spadku powinien powrócić trend dalszej aprecjacji złotego.

4. Deprecjacja dolara skłoni dostawców surowców sprzedawanych za dolary do podwyżek cen. Mogą więc wzrosnąć ceny importu m.in. ropy naftowej, gazu ziemnego, rud metali. Nie powinno to jednak ujemnie wpłynąć na koniunkturę w Polsce. Wzrostowi kosztów surowców przeciwdziałać będą – jak dotychczas – słabnący dolar oraz umacniające się euro. Słabnący dolar łagodzi podwyżki cen, a silne euro poprawia opłacalność polskiego eksportu, szczególnie wtedy, gdy utrzyma się przewaga polskiego eksportu do strefy euro nad importem i jeśli, rzecz jasna, nie nastąpi zbyt osłabienie koniunktury w krajach tej strefy z powodu aprecjacji euro.

5. Wzrost cen surowców może jednak skutkować wzrostem kosztów i cen wyrobów finalnych bazujących na tych surowcach. Skutki makroekonomiczne tych podwyżek mogą być z nadwyżką skompensowane, jednak następstwa inflacji mogą pozostać. Niestety, mogą się one okazać rzeczywistym wyzwaniem również dla polityki pieniężnej.

6. Przejściowe osłabienie złotego w stosunku do euro – jeśli rzeczywiście nastąpi – może być dobrym momentem do „zaczepienia” złotego o euro w celu spełnienia kryterium elastyczności w zakresie stałości kursu złotego. Słabszy złoty to większa szansa na opłacalność eksportu i dłuższe utrzymanie przewag komparatywnych w handlu ze strefą euro.

7. Spodziewany wzrost cen i kosztów utrzymania związany z przyjęciem nowej waluty odstrasza część społeczeństwa i polityków od zamiany rodzimego pieniądza na euro. Obawa ta opiera się w istocie na wielu nieporozumieniach. Mocny złoty i mocne euro oraz skutki działania prawa jednej ceny – mimo że nie działa ono ani szybko, ani dobrze – powinny skutecznie przeciwdziałać inflacji dóbr wymiennalnych, a więc inflacji płynącej z zewnątrz. To, że wzrost cen może wynikać z zaokrąglenia w górę w nowych cennikach, może być tylko zjawiskiem incydentalnym i jednorazowym. Korzyści w postaci wzbogacenia oferty rynkowej w wyniku rozszerzenia konkurencji sprzedawców będą natomiast trwałe.

8. Inaczej wygląda problem dóbr niewymiennalnych, a więc dóbr produkowanych na rynek lokalny, oraz większości usług. W tym przypadku rzeczywiście będzie następować – tak jak dotychczas – wzrost cen wywołany wzrostem kosztów, zgodnie z tzw. efektem Balasy-Samuelsona. Jaki jest powód wzrostu tych kosztów? Głównym, a w istocie jedynym powodem jest wzrost wynagrodzeń czynników wytwórczych w tej części gospodarki narodowej, a więc płac, czynszów dzierżawnych i rent. Wzrost płac w dziale dóbr niewymiennalnych następuje w wyniku tendencji do wyrównywania się zarobków w obu działach. Jak wiadomo, w dziale dóbr wymiennalnych wzrost zarobków jest wynikiem wzrostu wydajności pracy. W dziale dóbr niewymiennalnych wzrost wydajności jest zwykle wolniejszy niż wzrost



płac. Rosną więc koszty i ceny. Wzrost cen pośrednio jest zatem następstwem wzrostu wynagrodzeń, nie może więc zagrażać kosztom utrzymania.

9. Polityka pieniężna banku centralnego stanie jednak w tym wypadku przed poważnym wyzwaniem. Z istnienia efektu Balassy-Samuelsona wynika następująca reguła: jeśli słabiej ekonomicznie rozwinięty kraj osiąga szybsze tempo wzrostu niż jego partnerzy bardziej zaawansowani w rozwoju, to będzie następować aprecjacja jego pieniądza. Umocnienie jego waluty może nastąpić bądź przez aprecjację nominalną, bądź przez wyższą inflację niż u wyżej rozwiniętych partnerów. Reżim kursu stałego będzie zatem sprzyjać inflacji.

10. Przyjęcie reżimu stałego kursu złotego w stosunku do euro w wąskim paśmie dopuszczalnych odchyłeń wyzwoli naciski inflacyjne. Stosunkowo niska stopa inflacji na wejściu do węża walutowego i szerokie pasmo dopuszczalnych odchyłeń mogą ułatwić NBP wypełnienie zadania obrony przed inflacją. Obowiązki podtrzymywania koniunktury gospodarczej i przeciw-

działania inflacji spadają również na politykę fiskalną. Zrównoważony budżet na wejściu do węża walutowego umożliwi pobudzenie koniunktury środkami fiskalnymi, podczas gdy restrykcyjna, antyinflacyjna polityka pieniężna może tę koniunkturę osłabiać – konieczna stanie się zgodna *policy mix*.

Konkludując, można zaryzykować stwierdzenie, że przedstawione wyżej rozważania o wpływie obecnych turbulencji światowych finansów na politykę gospodarczą i kondycję złotego noszą jednak cechy głównie spekulacji myślowej. Nie wiemy bowiem – i chyba nikt tego nie wie – jak głębokie może być załamanie i osłabienie dolara. Nie wiedząc tego, trudno ocenić głębokość i rozmiar turbulencji na rynkach finansowych, a tym samym ich rzeczywisty wpływ na gospodarkę światową i polskiego złotego. Podjęliśmy się jednak analizy (jakościowej) i dyskusji na temat tych zjawisk m.in. dla dyskursu intelektualnego, jednak liczymy, że będzie ona użyteczna w warunkach, gdy w środkach masowego przekazu rozlewa się taki pesymizm.

## Bibliografia

- Krugman P. (2001), *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Lucas R. (1990), *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries*, "American Economic Review", Vol. 80, No. 2, s. 92–96.
- Lutkowski K. (2006), *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, „Ekonomista”, nr 4, s. 425–473.
- Nowak A.Z. (1998), *Czy światu grozi kryzys gospodarczy?*, „Nowe Życie Gospodarcze”, nr 16.
- Nowak A.Z. (2003), *Polska wobec kryzysów walutowych*, „Problemy Zarządzania”, nr 2, Wydawnictwa Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa.
- Rybiński K. (2006), *Globalne nierównowagi*, „Ekonomista”, nr 4, s. 475–526.
- Ryc K. (2002), *Tendencje kursu złotego a sytuacja polskiej gospodarki*, Rządowe Centrum Studiów Strategicznych, Warszawa.
- Sławiński A. (2001), *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Stiglitz J. (2002), *Globalization and its discontents*, Penguin Books, London.
- Stiglitz J. (2007), *W poszukiwaniu sprawiedliwej globalizacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

# Przyczyny i konsekwencje kryzysu na rynku papierów wartościowych emitowanych przez fundusze sekurytyzacyjne

## The Origin and the Aftermath of Crisis in the Market of Securities Issued by Securitization Funds

*Andrzej Stawiński\**

W sierpniu 2007 r. wystąpiły gwałtowne zaburzenia na rynkach finansowych krajów wysoko rozwiniętych. Początkowo mówiono głównie o kryzysie na rynku kredytów *subprime*, na którym udzielano kredytów hipotecznych osobom o niskiej zdolności do ich spłaty. Szybko jednak w nagłówkach gazet pojawiła się nazwa CDO (*collateralized debt obligation*). Stało się tak dlatego, że niespłacalność rosnącej części kredytów udzielonych na rynku *subprime* wywołała kryzys zaufania do papierów wartościowych będących skutkiem sekurytyzacji wierzytelności z kredytów, z których część stanowiły kredyty udzielone na rynku *subprime*.

Niniejszy tekst nie pretenduje do całościowej oceny kryzysu na rynku CDO. Jest na to jeszcze zbyt wcześnie. Są już książki opisujące funkcjonowanie rynku CDO (np. Lucas et al. 2006). Jednak te, które przedstawiają całościową ocenę załamania z lata 2007 r., dopiero zostaną napisane.

Celem opracowania jest tylko wskazanie głównych przyczyn i konsekwencji kryzysu na rynku *subprime* i na rynku CDO. Punkt 1. mówi o powodach szybkiego wzrostu emisji CDO. Punkt 2. analizuje przyczyny gwałtowności załamania się cen CDO. Punkt 3. stara się wskazać kierunki zmian, jakie prawdopodobnie nastąpią w nadzorze finansowym.

### 1. Przyczyny szybkiego rozwoju rynku CDO

Przyczyną szybkiego wzrostu podaży CDO była towarzysząca ich emisji możliwość zwiększenia dochodów banków z marż. Przyczyną szybkiego wzrostu popytu

na CDO było natomiast to, że oferowały inwestorom instytucjonalnym jednocześnie wysoki rating i wysokie stopy zwrotu.

Emitentami CDO były tworzone przez banki fundusze sekurytyzacyjne (SPV; od *special purpose vehicles*)<sup>1</sup>. Emisja CDO była wynikiem sekurytyzacji wierzytelności z kredytów, które SPV skupowały na rynku wtórnym. Źródłem finansowania skupu wierzytelności z kredytów były przychody funduszy sekurytyzacyjnych z emitowanych przez nie bonów komercyjnych ABCP (od *asset-backed commercial paper*).

Emisja CDO szybko osiągnęła wielkość 2 bilionów dolarów (Feroi 2007, s. 9). Dlaczego banki zaangażowały się w emisję CDO na tak dużą skalę? Przyczyną jest przede wszystkim to, że dawało im to możliwość poprawy osiąganych stóp zwrotu poprzez zwiększanie dochodów z marż.

Stopa zwrotu odzwierciedla relację dochodów do wielkości kapitałów posiadanych przez daną instytucję. W przypadku banków wielkość posiadanych przez nie kapitałów limituje wielkość ryzyka, które wolno im podjąć. Na rynkach finansowych dochód jest zazwyczaj premią za podejmowane ryzyko. Dlatego często jest tak, że można zwiększyć wielkość osiąganych dochodów tylko kosztem podjęcia większego ryzyka, co wymaga zwiększenia wielkości posiadanego kapitału.

\* Członek Rady Polityki Pieniężnej; Szkoła Główna Handlowa, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne, Katedra Skarbowości.

<sup>1</sup> Tworzone przez banki fundusze sekurytyzacyjne przybierają różne formy prawne, w zależności od tego, na ile ich zobowiązania wpływają na zobowiązania banków. Dlatego występują także pod innymi nazwami, np. SIV (*special investment vehicles*). Dla jasności wyводу poniżej będziemy jednak używać tylko nazwy SPV.

Wpływy z pobieranych przez banki marż są bardzo pożądaną formą dochodów, ponieważ ich osiągnięcie nie jest bezpośrednio obciążone ryzykiem. Umożliwiają zatem zwiększanie dochodów banków bez konieczności zwiększania kapitału, co pozwala na poprawę osiąganych przez banki stóp zwrotu i spełnianie wysokich w tym względzie oczekiwań akcjonariuszy. Fundusze sekurytyzacyjne stwarzają bankom możliwość zwiększenia dochodów z marż, ponieważ SPV korzystają z wielu usług finansowych oferowanych im przez banki (*prime brokerage*)<sup>2</sup>.

Atrakcyjność funduszy sekurytyzacyjnych z punktu widzenia banków wynikała także stąd, że SPV nie podlegają nadzorowi bankowemu. Nie są stosowane wobec nich tak rygorystyczne wymogi kapitałowe, jak wobec banków. Dlatego banki wyposażały tworzone przez nie SPV w kapitały stanowiące z reguły tylko 2% wartości aktywów. Oznaczało to możliwość wykorzystania znacznie większej dźwigni niż ta, którą mogą stosować banki. Bankowcy lubią mówić, że chodziło tu o efektywne wykorzystanie kapitału. W przypadku dźwigni niewątpliwie tak było, ale *ex post* okazało się, że z punktu widzenia wielkości podejmowanego ryzyka trudno było mówić o efektywnym wykorzystaniu kapitału.

Największą zaletą funduszy sekurytyzacyjnych, z punktu widzenia tworzących je banków, było to, że papiery wartościowe, będące wynikiem sekurytyzacji wierzytelności skupowanych przez SPV, uzyskiwały wysoki rating (wysokie oceny wiarygodności kredytowej, informujące inwestorów instytucjonalnych o małym ryzyku poniesienia straty). Agencje ratingowe dawały CDO wysokie oceny wiarygodności z kilku powodów.

W dużej mierze wynikało to z konstrukcji CDO. Inwestorzy mogli kupić prawa do dochodów z trzech różnych transz CDO: *senior*, *mezzanine* i *equity*. Transze *senior* były wynikiem sekurytyzacji mało ryzykownych wierzytelności (z kredytów samochodowych, kart kredytowych etc.) i dzięki temu uzyskiwały wysoki rating. Transze *mezzanine* i *equity* były wynikiem sekurytyzacji ryzykownych wierzytelności, skupionych między innymi na rynku *subprime*, i najczęściej nie miały ratingu.

Bardzo ważną przyczyną tego, że agencje ratingowe decydowały się nadawać wysoki rating papierom wartościowym z transz *senior*, był także sposób rozliczania strat z całego portfela CDO. Ewentualne straty ponosili w pierwszej kolejności inwestorzy, którzy kupili prawa do dochodów z transz *equity*, a w drugiej kolejności inwestorzy, którzy kupili prawa do dochodów z transz *mezzanine*. W ten sposób ryzyko, związane z zakupem praw do dochodów z transz *senior*, wydawało się minimalne.

Trzecim czynnikiem, który umożliwiał agencjom ratingowym nadawanie wysokich ocen wiarygodności

CDO z transz *senior*, było to, że SPV zajmowały się wyłącznie sekurytyzacją wierzytelności. Oznaczało to, że ich ryzyko wiązało się tylko z jednym rodzajem działalności, w przeciwieństwie do banków, gdzie źródeł ryzyka jest znacznie więcej. Późniejszy kryzys na rynku CDO świadczył, że jakość ratingu była niedostateczna. Pojawiły się obawy, że mogło to wynikać także z konfliktu interesów wewnątrz agencji ratingowych, skoro na przykład 80% przyrostu zysków agencji Moody's w latach 2005–2006 pochodziło z opłat za rating CDO (King, Cookson 2007, s. 14).

Rating CDO dawał to, o co chodziło bankom najbardziej. CDO mogły być kupowane przez inwestorów instytucjonalnych, którzy najczęściej nie mają prawa kupowania papierów o niskiej wiarygodności. Inwestorów instytucjonalnych przyciągało, rzecz jasna, także to, że CDO oferowały stopy zwrotu wyższe, niż zazwyczaj oferują papiery o wysokim ratingu.

Jednak nie tylko rating i relatywnie wysokie stopy zwrotu przyciągały na rynek CDO inwestorów instytucjonalnych. Czynnikiem, który zwiększał atrakcyjność CDO, była możliwość zdywersyfikowania portfeli inwestycyjnych. Dywersyfikacja oznacza, że w portfelu inwestycyjnym znajdują się instrumenty finansowe o zróżnicowanym ryzyku. CDO zdawały się pod tym względem szczególnie atrakcyjne. Umożliwiały podjęcie przez inwestorów instytucjonalnych ryzyka kredytowego, którego nie mogli wcześniej podejmować, nie mając prawa udzielania kredytów.

Wprawdzie towarzystwa ubezpieczeniowe podejmowały już od jakiegoś czasu ryzyko kredytowe, wystawiając pochodne kredytowe, głównie CDS (*credit default swap*), ale często nie wolno tego robić funduszom emerytalnym. Poza tym dla inwestorów instytucjonalnych CDO miały tę zaletę, że ich zakup nie oznaczał stosowania dźwigni (co ma miejsce w przypadku klasycznych instrumentów pochodnych). Tymczasem instytucjonalnym inwestorom często nie wolno stosować dźwigni.

Na koniec powiedzmy o głównym sprawcy kryzysu na rynku CDO, a mianowicie niebankowych instytucjach finansowych. Udzielały one kredytów osobom niemającym dostatecznej zdolności do ich spłaty, łącznie z osobami, które nazwano żartobliwie NINJA (*no income, no job, no assets*) Osoby te nie miały ani stałego źródła dochodów, ani stałej pracy, ani aktywów mogących stanowić zastaw pod zaciągnięty kredyt. Instytucje niebankowe, udzielające kredytów *subprime*, słusznie wini się, że wykorzystując niedostatek nadzoru nad nimi, udzielały nazbyt ryzykownych kredytów, które następnie sprzedawały bankom na rynku wtórnym, by pozbyć się ryzyka. Instytucje te, z których największą była notowana na giełdzie Countrywide Financial Corporation, chciały wykorzystać boom na rynku kredytów hipotecznych, by zarobić na marżach pobieranych przy ich udzielaniu (Morgenson 2007). Maksymalizowały

<sup>2</sup> Instytucjami, które umożliwiają bankom zwiększanie dochodów ze świadczenia usług finansowych (*prime brokerage*), są także fundusze arbitrażowe (*hedge funds*). Banki często wspomagają ich powstawanie.

jednak swą akcją kredytową kosztem udzielania kredytów nadmiernie ryzykownych. Wierzytelności te okazały się wirusem, który zainfekował portfele CDO.

## 2. Przyczyny gwałtownego załamania się rynku CDO

Wiadomość o niespłacalności coraz większej części kredytów *subprime* spowodowała załamanie się zaufania inwestorów do CDO, a w konsekwencji załamanie ich cen. Powstaje pytanie, dlaczego kryzys na rynku CDO był tak gwałtowny. Przyczyną było głównie to, że rynek CDO był ze swej natury nie płynny.

Rynek finansowy staje się płynny, jeśli występuje na nim stale silna spekulacja w formie arbitrażu, który sprowadza cenę do jej wartości fundamentalnej<sup>3</sup>. Dość silny arbitraż może jednak występować tylko wtedy, gdy rzecz dotyczy wystandaryzowanych instrumentów finansowych. Tymczasem CDO z natury nie dają się standaryzować, skoro są to instrumenty złożone, reprezentujące bardzo zróżnicowane pakiety wierzytelności. Rynek CDO był tak mało płynny, że ceny były często szacowane za pomocą specjalnie tworzonych w tym celu modeli matematycznych, obliczających prawdopodobieństwo niespłacenia sekurytyzowanych kredytów.

Na mało płynnym rynku cena instrumentu finansowego jest bardzo podatna na zmiany nastroju inwestorów, które mogą prowadzić do dużych zmian relacji popytu i podaży. Wszystko bowiem opiera się na wierze inwestorów, że kupując papiery mające zalety, o których mówią ich emitenci. Gdy znika zaufanie inwestorów, zanika płynność rynku, ponieważ nie ma chętnych, by kupować oferowane na nim papiery wartościowe. Na mało płynnych rynkach spadki cen są gwałtowne, ponieważ przy braku arbitrażu na rynku (krótkoterminowych spekulantów) nie ma chętnych, by podejmować ryzyko związane z ich zakupem<sup>4</sup>.

Z CDO również tak było. Dokąd uważano je za bardzo dobre instrumenty inwestycyjne, oferujące inwestorom instytucjonalnym wysokie stopy zwrotu i możliwość uzupełnienia portfeli nowym rodzajem ryzyka (kredytowego), popyt na nie był duży. Na rynku CDO tworzył się wręcz swoisty bąbel spekulacyjny. Obserwowano pęd do kupowania nowych, atrakcyjnych instrumentów finansowych. Jak zawsze stadne zachowania inwestorów wynikały w dużej mierze

z zasad wynagradzania osób zarządzających portfelami aktywów instytucjonalnych inwestorów. Są one wynagradzane w zależności od wyników, jakie osiągają w stosunku do innych zarządzających portfelami aktywów podobnych instytucji finansowych. Jeśli nawet zarządzający obawiali się zbyt dużego ryzyka związanego z inwestowaniem na nie płynnym rynku CDO, to i tak kupowali prawa do dochodów z CDO, ponieważ robili to inni zarządzający. Zarządzających portfelami aktywów nie stać na rezygnację z równie wysokich stóp zwrotu, jakie osiągają inni zarządzający. Jest to jedną z ważnych przyczyn zachowań stadnych na rynkach finansowych (Sławiński 2006, s. 162, 178).

Obawy zarządzających portfelami aktywów inwestorów instytucjonalnych zmniejszała (słusznie) to, że udział CDO w ich portfelach był relatywnie mały. Na dodatek kupowali prawa do dochodów z papierów tworzących transze *senior*, których emisja była wynikiem sekurytyzacji mało ryzykownych wierzytelności. Prawa do dochodów z papierów tworzących ryzykowne transze *mezzanine* i *equity*, będących wynikiem sekurytyzacji m.in. wierzytelności skupowanych na rynku *subprime*, nabywały głównie fundusze arbitrażowe (*hedge funds*) i banki, które chciały w ten sposób pokazać, że CDO nie są ryzykowne. Dlatego straty na rynku CDO poniosły głównie banki i fundusze arbitrażowe, a nie inwestorzy instytucjonalni.

Ryzyko podejmowane przez banki tworzące SPV wynikało jednak nie tylko z tego, że kupowały część CDO z transz *equity* oraz CDO emitowane przez fundusze sekurytyzacyjne innych banków. W istocie polegało ono głównie na tym, że banki musiały oferować tworzonym przez siebie funduszom sekurytyzacyjnym linie kredytowe, by zapewnić im płynność w razie załamania się popytu na emitowane przez SPV bony komercyjne ABCP.

Konieczność taka powstała, gdy wiadomości o rosnącej nieopłacalności kredytów na rynku *subprime* spowodowały załamanie się zaufania do CDO. Ceny CDO gwałtownie spadły. Fundusze sekurytyzacyjne poniosły straty, ponieważ wartość CDO spadła znacznie poniżej tego, co płaciły za kupowane wcześniej wierzytelności. Straty funduszy sekurytyzacyjnych wywołały spadek popytu na emitowane przez nie bony komercyjne ABCP. Znacznie zmniejszyły się przez to możliwości finansowania aktywów funduszy sekurytyzacyjnych w drodze emisji papierów krótkoterminowych. Jednocześnie zwiększyły się koszty finansowania, ponieważ w sytuacji braku dostatecznego popytu na ABCP znacznie musiało wzrosnąć ich oprocentowanie.

Banki musiały uruchomić linie kredytowe dla funduszy sekurytyzacyjnych, by miały one czym finansować swoje aktywa. Nie mogło to jednak zrekompensować spadku przychodów z emisji ABCP. Dlatego banki musiały przenieść do swych bilansów część CDO, co także zwiększyło ich popyt na płynność.

Gwałtownemu wzrostowi popytu banków na płynność towarzyszył raptowny spadek jej podaży na ryn-

<sup>3</sup> Terminu *arbitraż* używa się w literaturze nie tylko w odniesieniu do transakcji umożliwiających osiąganie zysku bez ryzyka, lecz także w odniesieniu do transakcji spekulacyjnych przeprowadzanych w oczekiwaniu, że cena określonego instrumentu finansowego powróci do poziomu odzwierciedlającego jego wartość fundamentalną. Konwencja taka jest stosowana od bardzo dawna. Zob. Friedman (1953).

<sup>4</sup> Głębokość kryzysu zaufania do CDO ilustruje symbolicznie to, że skupują je na rynku wtórnym fundusze „sepie” (*vulture funds*). Specjalizują się one w zakupie aktywów, które nie tylko straciły dużo na wartości, ale na dodatek istnieją ryzyko, że ich wartość może dalej spaść, a nie wzrosnąć (zob.: Wong 2007; Ruffer 2007).

ku międzybankowym. Było tak dlatego, że banki bały się udzielać sobie wzajemnie pożyczek. Przyczyną był pozabilansowy – w świetle wymogów nadzoru finansowego – charakter działalności tworzonych przez banki funduszy sekurytyzacyjnych. Powodowało to, że banki nie wiedziały o sobie wzajemnie, jakie mogą ponieść straty i jakie mogą mieć kłopoty z płynnością. Wszystko to wywołało dotkliwy niedostatek płynności na rynku międzybankowym, a tym samym także silny wzrost rynkowych stóp procentowych.

Banki centralne musiały w tej sytuacji udzielić bankom komercyjnym pożyczek krótkoterminowych, by złagodzić kryzys płynności na rynku międzybankowym. Rzecz jasna miało to na celu także sprowadzenie rynkowych stóp procentowych do poziomu pożądanego z punktu widzenia polityki pieniężnej (Goodhart 2007, s. 9).

Jak zawsze w takiej sytuacji pojawił się problem pokusy nadużycia, a więc obawa, że zbyt łatwe wydobycie się z kłopotów przez banki komercyjne, dzięki pomocy udzielonej im przez bank centralny, skłoni je do małej przeczności także w przyszłości. Pokusy nadużycia trudno uniknąć, o czym mówi znane powiedzenie „zbyt duży (bank), by mógł upaść”. Sparafrazował je dowcipnie i celnie zarazem Stephen King, dając swojemu artykułowi w „Independent” tytuł: „Chcąc ochronić niewinnych, można być zmuszonym do ratowania winnych” (King 2007).

Ratowanie płynności systemu bankowego wiąże się jednak nie tylko z ryzykiem, że stworzy to w przyszłości pokusę nadużycia przez banki komercyjne i inwestycyjne gotowości banku centralnego do pomagania im w trudnej, ale zawinioniej przez nie sytuacji. Problem polega także na tym, że ratowanie banków odbywa się na ryzyko podatnika. Jeśli bank centralny, tak jak Bank Kanady, kupuje ABCP, by umożliwić bankom komercyjnym zwiększenie ich płynnych rezerw, to ryzykuje, że w razie dużego spadku cen ABCP poniesie straty. Ostatecznie będzie je musiał pokryć podatnik, jeśli dochody z renty emisyjnej okażą się za małe (Carmichael 2007). Oba problemy brał prawdopodobnie pod uwagę Mervyn King, prezes Banku Anglii, który wahał się, czy zwiększać znacznie płynność rynku międzybankowego, do czasu, gdy stało się to konieczne w następstwie groźby bankructwa banku hipotecznego Northern Rock.

Ubocznym skutkiem załamania się cen na rynku CDO była przejściowa fala spadków indeksów akcji. Wynikała ona głównie stąd, że fundusze arbitrażowe (*hedge funds*), które kupowały CDO z bardziej ryzykownych tranz, poniosły duże straty i pokrywały je, sprzedając akcje. Wprawdzie fundusze arbitrażowe mają małe kapitały w stosunku do innych inwestorów instytucjonalnych, ale ich udział w obrotach na największych giełdach papierów wartościowych jest stosunkowo duży (Ferguson et al. 2007, s. 18).

Bezpośrednie konsekwencje kryzysu na rynku CDO dla sytuacji gospodarczej krajów, w których wystąpiły te

zaburzenia, wynikały stąd, że przy silnie zmniejszonych możliwościach emisji ABCP banki musiały – jak powiedzieliśmy – zużyć dużą część swych płynnych rezerw na finansowanie funduszy sekurytyzacyjnych, a część CDO musiały przesunąć do swoich bilansów. Musiały więc przeznaczyć część swych kapitałów na pokrycie związanego z tym ryzyka. Zmniejszyła się tym samym ta część kapitałów banków, którą mogły przeznaczyć na pokrycie ryzyka związanego z udzielaniem kredytów przedsiębiorstwom. W tej sytuacji banki zastrzyżyły warunki udzielania kredytów przedsiębiorstwom, co z czasem może wpłynąć na wzrost gospodarczy (IMF 2007, s. 5).

Główne obawy dotyczyły jednak, rzecz jasna, wpływu kryzysu na rynku CDO na wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych, a w konsekwencji w gospodarce globalnej. Trwający od 2006 r. spadek cen na amerykańskim rynku nieruchomości od dawna rodził obawy, że – poprzez efekt majątkowy – wpłynie to niekorzystnie na popyt w gospodarce amerykańskiej. Amerykanie, czując się mniej zamożni, zaczną bowiem mniej wydawać. Kryzys na rynku *subprime* i rynku CDO wzmocnił tendencję do spadku cen na amerykańskim rynku nieruchomości. Pogorszył zatem oczekiwania dotyczące przyszłego rozwoju sytuacji w gospodarce amerykańskiej.

### 3. Prawdopodobne kierunki zmiany w nadzorze finansowym

Za wszystkimi kryzysami finansowymi stoi mechanizm opisany przez Hymana Minsky'ego (1986). Opisana przez niego dynamika zdarzeń dotyczyła banków, ale ma charakter uniwersalny. Rzecz w tym, że w okresach względnego spokoju na rynkach finansowych instytucje finansowe i inwestorzy mają skłonność do podejmowania nadmiernego ryzyka. Gdy przychodzi załamanie, staje się widoczne, jakie zmiany legislacyjne w nadzorze finansowym są potrzebne, by uniknąć kryzysu, jaki się wydarzył. „Cykl” kryzysów i następujących po nich zmian legislacyjnych w nadzorze finansowym ma długą historię. Powszechnie znane jest wprowadzenie systemu gwarantowania depozytów, które sprawiło, że przypadki paniki bankowej, tak częste w przeszłości, są współcześnie bardzo rzadkie. Innym przykładem są zmiany w nadzorze bankowym w całej Azji Południowo-Wschodniej, które nastąpiły po gwałtownych kryzysach bankowych lat 90.

Jakie zmiany w nadzorze finansowym nastąpią po doświadczeniach kryzysu na rynku *subprime* i rynku CDO?

Kryzys na rynku *subprime* wykazał konieczność objęcia nadzorem bankowym instytucji udzielających kredytów hipotecznych. Okazało się bowiem, że nie mając nad sobą dostatecznego nadzoru i jednocześnie mogąc się pozbyć ryzyka związanego z udzielaniem ryzykow-

nych kredytów, działały one w sposób nieodpowiedzialny. Sprzedawały bankom wierzytelności, które „zainfekowały” rynek CDO. Podważyło to zaufanie od papierów, których emisja osiągnęła ponad 2 bln dolarów.

Z kolei kryzys zaufania do CDO unaoczniał konieczność zmian sposobu działania agencji ratingowych i obowiązków sprawozdawczych banków.

Agencje ratingowe wykazały zbyt małą staranność w ocenie wiarygodności CDO. Nie wzięły również pod uwagę, iż ryzyko związane z CDO wynikało także z tego, że ich rynek był – ze swej natury – niepłynny, a tym samym bardzo podatny na zmiany nastrojów inwestorów. Załamanie zaufania do wiarygodności ocen agencji ratingowych uwypukliło występujący wewnątrz nich konflikt interesów w sytuacji, w której duża część ich dochodów pochodziła z opłat za rating CDO<sup>5</sup>.

Kwestią, w przypadku której niełatwo wskazać rozwiązanie, jest niemożność dokonania przez inwestorów w pełni obiektywnej oceny ryzyka wynikającego z zakupu skomplikowanych instrumentów strukturyzowanych, m.in. takich jak CDO. Można oczywiście wymagać od agencji ratingowych, by sprostaly temu wyzwaniu, ale nie będzie to dla nich łatwe zadanie. Christine Lagarde, minister finansów Francji, zaproponowała, by papiery strukturyzowane były w określonych klasach ryzyka standaryzowane (Lagarde 2007, s. 11). Jest to bardzo dobra propozycja, ponieważ daje szansę na pobudzenie arbitrażu i zwiększenie płynności przynajmniej niektórych segmentów rynku CDO. Jednocześnie znacznie utrudniałoby to emisję papierów o strukturze uniemożliwiającej inwestorom obiektywną ocenę podejmowanego przez nich ryzyka.

Można zakładać, że nastąpią zmiany regulacyjne, które zmniejszą ryzyko powtórzenia się kryzysów podobnych do załamania się rynku CDO. Trudno jednak oczekiwać, że zmiany te zapobiegą tego rodzaju kryzysom. Źródłem wątpliwości w tym względzie jest to, że częściowo chodzi o zmiany regulacyjne, które były postulowane wcześniej, ale nie zostały wprowadzone. Przykładem jest włączenie do wymogów sprawozdawczych nadzoru bankowego informacji o operacjach banków mających charakter pozabilansowy, przeprowadzanych na międzybankowym rynku instrumentów pochodnych. Do instrumentów tych można zaliczyć CDO, ponieważ ich rynkowa wartość zależy od zmian wartości sekurytyzowanych wierzytelności. Jest to istotny problem, gdyż jedną z przyczyn niedawnego kryzysu płynności w systemie bankowym był brak informacji o tym, jakie straty poniosły lub mogą jeszcze ponieść poszczególne banki w następstwie ich operacji pozabilansowych, takich jak transakcje przeprowadzane z funduszami sekurytyzacyjnymi tworzonymi przez banki. Tymczasem

problem włączenia informacji o aktywności banków na pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych był przedmiotem dyskusji od wielu już lat i nie został dotąd rozwiązany.

#### 4. Wnioski

Kryzys na rynku CDO unaoczniał ryzyko związane z masową emisją papierów wartościowych, które – ze swej natury – nie są płynne. Powszechną uwagę przyciąga duża skala strat poniesionych przez banki inwestycyjne. Straty te wynikły stąd, że na mało płynnych rynkach ceny znacznie bardziej zależą od zaufania inwestorów niż na rynkach płynnych. Informacje o rosnącej niespłacalności kredytów na rynku *subprime* wywołały załamanie się zaufania do CDO, co spowodowało bardzo duży spadek ich wartości, a w konsekwencji duże straty banków (The Economist 2007b).

W świetle dużych strat poniesionych przez banki widoczne jest, jak korzystne zmiany dokonały się w ciągu ostatnich dwóch dekad w nadzorach bankowych w różnych krajach. Chodzi tu zwłaszcza o wprowadzenie wymogu dostosowywania przez banki posiadanych przez nie kapitałów do wielkości potencjalnych strat. W trakcie kryzysu CDO okazało się, że banki mają kapitał na pokrycie strat. Banki centralne musiały ratować je przed kryzysem płynności, ale – poza nielicznymi wyjątkami – nie występowało ryzyko niewypłacalności. Kilka banków inwestycyjnych poniosło bardzo duże straty (The Economist 2007a), ale symptomatyczne jest to, że były w stanie pokryć je ze swoich kapitałów (Congdon 2007, s. 11). Istnieją wprawdzie obawy, że pogorszenie się sytuacji na rynku *subprime* może spowodować powiększanie się wielkości strat banków. Na razie jednak trudno byłoby założyć, że straty te będą większe niż poniesione przez banki inwestycyjne w 1994 r. na skutek załamania się cen na globalnym rynku obligacji w 1994 r. (Hintz 2005, s. 35).

Wpływ kryzysu na rynkach *subprime* oraz CDO na sytuację w gospodarce światowej będzie zależał w dużej mierze od tego, na ile wywołane nim pogorszenie się sytuacji na rynkach hipotecznych wpłynie na spadek tempa wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i innych krajach.

Patrząc z perspektywy bardziej długoterminowej, można chyba przyjąć założenie, że kryzys CDO był przejściowym zaburzeniem w trwającym od wielu lat rozwoju rynku papierów wartościowych będących rezultatem sekurytyzacji wierzytelności z kredytów hipotecznych. Rozwój tych rynków jest zjawiskiem ze wszech miar pozytywnym, ponieważ umożliwił napływ na rynek hipoteczny ogromnych oszczędności, gromadzących się m.in. w funduszach emerytalnych. Pozwoliło to na znaczne zwiększenie podaży kredytów na rynkach hipotecznych oraz obniżenie się występujących na nich stóp procentowych (Green, Wachter 2007, s. 5–6).

<sup>5</sup> Podobny konflikt interesów dotyczył wcześniej analityków banków inwestycyjnych, których dochody w dużej mierze zależały od opłat pobieranych przez banki inwestycyjne za wprowadzanie spółek na giełdę. Zob. Crockett et al. (2003, s. 16–20).

## Bibliografia

- Carmichael T. (2007), *Canada's commercial paper stress poses risk to growth*, "Economic Research Note", 31 August, J.P.Morgan, New York.
- Congdon T. (2007), *Pursuit of profits has led to a risky lack of liquidity*, "Financial Times", 11 September.
- Crockett A., Harris T., Mishkin F.S., White E.N. (2003), *Conflicts of Interest in Financial Services Industry: What Should We Do About Them?*, CEPR, International Center for Monetary and Banking Studies, London.
- Ferguson R., Hartman P., Panetta F., Portes R. (2007), *International Financial Stability*, CEPR, International Center for Monetary and Banking Studies, London.
- Feroli M. (2007), *ABCP and unrelated bank stress hit the US macro outlook*, "Economic Research Note", 7 September, J.P. Morgan, New York.
- Friedman M. (1953), *The Case for Flexible Exchange Rates*, w: *Essays In Positive Economics*, Chicago University Press.
- Goodhart Ch. (2007), *Capital not liquidity is the problem*, "Financial Times", 14 September.
- Green R.K., Wachter S.M. (2007), *The Housing Finance Revolution*, referat z konferencji "Housing, Housing Finance and Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Kansas City, 31 sierpnia, Jackson Hole.
- Hintz B. (2005), *Large Investments Bank Margin and ROE Trends*, "Research Report", No. 2, 11 March, Securities Industry Association, New York.
- IMF (2007), *Global Financial Stability Report*, September, Washington, D.C.
- King S. (2007), *To protect the innocent you may need to bail out the guilty*, "Independent", 3 September.
- King S., Cookson R. (2007), *Panic stations and journey beyond*, "Global Research", 20 August, HSBC, London.
- Lagarde Ch. (2007), *Securitisation must lose the excess of youth*, "Financial Times", 9 October.
- Lucas D. J., Goodman L., Fabozzi F. J. (2006), *Collateralized Debt Obligations*, Wiley & Sons, 2006.
- Minsky H.P. (1986), *Stabilising an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven and London.
- Morgenson G. (2007), *Inside the Countrywide Lending Spree*, "New York Times", 26 August.
- Ruffer J. (2007), *The debt crisis is far from over*, "Spectator", 14 listopada,  
<http://www.spectator.co.uk/the-magazine/business/354306/the-debt-crisis-is-far-from-over.shtml>
- Sławinski A. (2006), *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa.
- The Economist (2007a), *Loss leaders*, 3 November.
- The Economist (2007b), *Cracks in the edifice*, 10 November.
- Wong G. (2007), *Vultures eyeing mortgage corpse*, "CNNMoney.com", 30 października,  
[http://money.cnn.com/2007/10/29/markets/distressed\\_debt/](http://money.cnn.com/2007/10/29/markets/distressed_debt/)

# Dezinflacja a dynamika eksportu\*

## Disinflation and Export Growth

Witold Koziński\*\*

Polityka pieniężna z okresu pierwszej kadencji Rady Polityki Pieniężnej (1998–2004) uchodzi na ogół za restrykcyjną, preferującą taki model tej polityki, która za cel przyjęła możliwie szybkie zrzućenie inflacji (Koziński 2006). W tym względie nie można odmówić jej konsekwencji, chociaż jej rezultaty z kolei można ocenić jako niejednoznaczne. Z jednej strony szybciej, niż przyjęto w założeniach polityki pieniężnej na kolejne lata, gospodarka doszła do istotnie niskiej inflacji. Z drugiej jednak strony osłabiła tempo wzrostu PKB, co było szczególnie widoczne w latach 2001–2002. „Proces dezinflacji wymagał utrzymywania względnie wysokich realnych stóp procentowych, czego ubocznym skutkiem było obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego. Jednakże konsekwentne obniżanie inflacji zwiększyło wiarygodność polityki pieniężnej NBP i umożliwiło stopniowe obniżanie oczekiwań inflacyjnych, a następnie dostosowanie nominalnych stóp procentowych” (NBP 2004). Dobrym tematem dyskusji jest zapewne pytanie, czy szybkie zrzućenie inflacji przy wyraźniej niższym, ocierającym się o recesję, tempie wzrostu PKB było lepsze niż łagodniejsza ścieżka polityki antyinflacyjnej w nieco dłuższym okresie, ale przy względnie wyższym tempie wzrostu. Tym jednak, co bardziej nas w tym miejscu interesuje, jest pewien dość dobrze widoczny skutek restrykcyjnej polityki pieniężnej w dziedzinie ożywienia eksportu. Nie jest to teza intuicyjna, ponieważ spadek tempa wzrostu kojarzony jest zwykle z tym samym, co osłabienie koniunktury. Trudno zatem wiązać taki stan gospodarki z ożywieniem eksportu, chyba że silny spadek tempa wzrostu cen tworzy w stosunkowo

krótkim czasie przesłanki całkowicie zmienionej opłacalności eksportu.

Umocnienie waluty krajowej (jej rewaluację) uzyskuje się zwykle w drodze rynkowych zmian popytu następujących na rynku walutowym. Notowania ze wszystkich światowych giełd walutowych informują w dowolnym czasie o zmianach kursowych wybranego do analizy pieniądza, co w skomplikowany często sposób wpływa na zachowania uczestników życia gospodarczego. Ten sam rezultat (rewaluację pieniądza krajowego) uzyskuje się wtedy, kiedy gospodarka wykazuje wzrost inflacji, aczkolwiek nie przekłada się on bezpośrednio na zmianę kursu na rynku walutowym, lecz na warunki eksportu. Istotnie jeśli inflacja rośnie, to przy stałych cenach w eksporcie (lub cenach krajowych rosnących szybciej od uzyskiwanych w eksporcie) na jednostkę pieniądza uzyskiwanego w eksporcie wskutek rosnących cen i podrożeń krajowych komponentów czynników produkcji przypadać będzie coraz mniejsza ilość pieniądza krajowego (dochodu eksportera). Będzie to rezultatem rosnących kosztów i malejącej rentowności produkcji eksportowej. Jest to więc efekt jego umocnienia inną drogą, ale z takim samym rezultatem, jaki byłby możliwy na rynku walutowym. Okolicznością łagodzącą w takiej sytuacji mogą być zmiany wydajności pracy (kosztów pracy) związane z jej wzrostem. Jednak w krótkim okresie i przy silnie rosnącej inflacji wydajność pracy prawdopodobnie nie będzie miała większego znaczenia.

Z odwrotną sytuacją będziemy mieć do czynienia, gdy inflacja spada w wyniku, dajmy na to, odpowiednio prowadzonej polityki pieniężnej. Wskutek względnie tańszych czynników produkcji używanych w kraju do produkcji eksportowej z jednej strony i stałych cen (lub wolniej spadającej inflacji w kraju importującym) uzy-

\* Niniejszy tekst wykorzystuje rozważania zawarte w: Koziński (2007).

\*\* Uniwersytet Warszawski, Wydział Nauk Ekonomicznych.



Tabela 1. Roczne wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych w latach 1998–2006

Rok	Dynamika (w %)*
1998	11,8
1999	7,3
2000	10,1
2001	5,5
2002	1,9
2003	0,8
2004	3,5
2005	2,1
2006	1,0

\* w porównaniu z ubiegłym rokiem  
Źródło: dane GUS.

skiwanych przez eksportera z drugiej strony na jednostkę pieniądza otrzymanego z wywozu towarów za granicę będzie przypadać większa ilość pieniądza krajowego. Proces ten ma zatem odpowiednik w dewaluacji waluty i eksporterzy odczuwają go jako bodziec do zwiększenia eksportu. W rzeczywistych gospodarkach zjawiska związane z rewaluacją (umocnieniem) czy dewaluacją (osłabieniem) pieniądza mieszają się w różnym stopniu i różnych proporcjach na rynkach walutowych i w sferze realnej. Ten stan rzeczy jest znany teorii. Niemniej jednak, gdy chodzi o zmiany pozycji pieniądza krajowego w perspektywie różnych stanów inflacji, trudniej o egzemplifikację takiego faktu. Stosunkowo czytelny dowód dostarczają, jak się wydaje, skutki polityki pieniężnej ze wspomnianego okresu 1998–2004 w Polsce.

Przypomnijmy najpierw scenariusz zmian cen w interesującym nas okresie, co prezentuje tabela 1.

Zejście poniżej dwucyfrowej inflacji nastąpiło w 2001 r. W 2002 r. odnotowano jej dalszą, znaczną redukcję i do końca badanego okresu inflacja utrzymała się na niskim poziomie. Gdyby spadek inflacji miał jakiś wpływ na ożywienie eksportu, to zgodnie z opisanym powyżej zjawiskiem osłabienia waluty krajowej poprzez zniżkującą inflację ożywienie to powinno wystąpić około 2003 r. Istotnie, takie zdarzenie można odczytać z tabeli 2.

Obie wersje wartości i dynamiki eksportu różnią się, jednak kierunek ich zmian jest bardzo podobny. Po bezwzględnym spadku wielkości eksportu w 1999 r. tempo jego wzrostu ustabilizowało się na mniej więcej tym samym poziomie, a w 2003 r. skokowo wzrosło. Ponieważ kurs złotego do dolara amerykańskiego pozostał w ciągu całego roku na niemal tym samym poziomie (3,8121 w styczniu i 3,7405 w grudniu), a słaba koniunktura na rynkach Unii Europejskiej, będącej głównym partnerem handlowym Polski w tym czasie, istotnie się nie zmieniła (IKiC 2004), ten znaczny wzrost eksportu należałoby przypisać innym okolicznościom niż wymienione. Z drugiej jednak strony tylko w 2003 r. euro znacznie się umocniło w stosunku do złotego – z 4,1286 w styczniu do 4,7170 w grudniu – tworząc silny zapewne impuls do intensyfikacji eksportu. Efekt wzrostu wartości eksportu liczonego w dolarach amerykańskich mogło także

Tabela 2. Eksport w latach 1998–2003 na bazie płatniczej i w wersji SAD

Rok	Eksport na bazie płatniczej		Eksport według SAD	
	wartość (mld USD)	dynamika (w %)**	wartość (mld USD)	dynamika (w %)**
1998	30,1	10,6	28,2	9,6
1999	26,3	-12,5	27,4	-2,9
2000	28,2	7,2	31,6	15,5
2001	30,2	7,1	36,1	14,0
2002	32,9	8,8	41,0	13,6
2003	42,9	30,3	53,5	30,6

\* Wartości eksportu podawanego na bazie płatności realizowanych przez polski system bankowy były z reguły niższe od wartości eksportu obliczanego według stawki celnej SAD. Stąd różne tempa jego wzrostu w poszczególnych latach.

\*\* w porównaniu z ubiegłym rokiem  
Źródło: dane NBP i GUS.

Tabela 3. Dynamika eksportu wg wskaźników wolumenu w latach 2000–2006 (ceny stałe w zł)

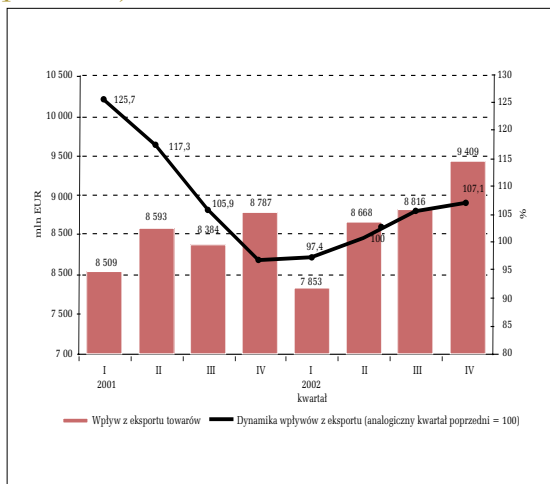
Rok	Dynamika (w %)*
2000	25,3
2001	11,8
2002	8,3
2003	18,7
2004	18,2
2005	10,6
2006	15,9

\* w porównaniu z ubiegłym rokiem  
Źródło: GUS (2007, s. 380).

wzmocnić umocnienie euro w stosunku do waluty amerykańskiej. W takiej sytuacji wywóz towarów z Polski do strefy euro w przeliczeniu na dolary daje dodatkowy wzrost eksportu z tytułu różnic kursowych. Należy zatem przypuszczać, że silne przyspieszenie tempa wzrostu eksportu w 2003 r. było spowodowane nie tylko malejącą inflacją.

Jeśli chodzi o wpływ różnic kursowych na wzrost wartości eksportu, to w dużej mierze można się ich pozbyć, analizując wolumen eksportu, do czego asumpt daje tabela 3.

Wykres 1. *Dynamika eksportu w latach 2001-2002 (obliczona w euro na bazie płatności)*



Źródło: NBP (2003, s. 9).

Po wysokim wzroście wolumenu eksportu w 2000 r., spowodowanym w znacznej mierze jego bezwzględnym spadkiem rok wcześniej (por. tabela 2), i dwóch latach umiarkowanego wzrostu tego wolumenu od 2003 r. notujemy wyraźne ożywienie eksportu. Wyróżniającym się statystycznie punktem ponownie jest 2003 r. Jeśli chodzi o wpływ dewaluacji złotego wobec euro na intensyfikację eksportu, to należy przyznać, że niewątpliwie musiał mieć miejsce. Jednakże wymowa tego argumentu: że osłabienie waluty krajowej jest jedynym czynnikiem ożywienia eksportu w badanym okresie, relatywnie traci na znaczeniu, gdy analizuje się dynamikę wywozu towarów za granicę w poprzednich latach.

Przyspieszenie tempa wzrostu eksportu nastąpiło w połowie 2002 r., kiedy wpływ osłabienia złotego na eksport nie mógł być jeszcze widoczny w przeciwieństwie do silnego spadku inflacji. Teza o akcelerującym eksport, wyraźnie zniżającym trendzie inflacji pozostaje zatem aktualna.

Statystyki bilansu płatniczego sporządzane przez NBP po 2003 r. niestety się zmieniają. Zamiast danych

na bazie płatności pojawiają się rachunki obrotów handlu zagranicznego liczone na bazie cen transakcyjnych (statystyka celna). Nie można zatem kontynuować analizy ze względu na brak porównywalnych danych sprzed 2004 r. Ich zmiana nie wpływa jednak, jak się wydaje, na dotychczasowe wnioski. Wynika to z danych zawartych w tabeli 4.

W 2003 r. eksport nie tylko wyraźnie wzrósł, ale od tego czasu ustabilizował się na stosunkowo wysokim poziomie<sup>1</sup>. Potwierdza to, jak się wydaje, tezę o dobroczynnym wpływie istotnego spadku inflacji na ożywienie eksportu, który w tamtym czasie stał się bodaj głównym czynnikiem pozytywnie stymulującym tempo wzrostu PKB.

Politykę pieniężną z lat 1998–2004 określa się jako zdecydowanie restrykcyjną. Jak przyznaje sam NBP, osłabiła ona tempo wzrostu PKB (dodajmy – osłabiła bardzo wyraźnie), przyczyniając się do równie wyraźnego spadku inflacji. Jak jednak widać, stworzyła silne przesłanki eksportowego boomu. Należy od razu dodać, że nie jest to recepta na stymulację eksportu nie tylko z powodu kosztów w postaci spadku tempa wzrostu PKB. Na dynamiczny wzrost wywozu towarów za granicę oddziaływał nie tylko niski poziom inflacji, ale także osłabienie złotego w 2003 r., jak również wyraźny spadek jednostkowej pracochłonności w tamtym okresie (IKiC 2004). Był to zatem zespół czynników sprzyjających znacznej intensyfikacji eksportu. Z oczywistych powodów nie można ich jednocześnie wywołać, a z drugiej strony nie mogą mieć trwałego charakteru. Chcielibyśmy jednak dowieść, że korzyści z niskiej inflacji wydają się bardziej konkretne niż nieokreślone „zwiększanie wiarygodności polityki pieniężnej”.

Należy także zauważyć, że szybkie przejście od wysokiego do niskiego tempa wzrostu cen nie tylko popra-

<sup>1</sup> Dane eksportu F.O.B. podane w euro przez NBP wykazują przesunięcie w skokowym wzroście eksportu o rok. W latach 2003–2006 tempo wzrostu tego eksportu wyniosło odpowiednio: 9,1%, 22,3%, 17,8%, oraz 20,2%. Z kolei z danych GUS (według sprawozdawczości SAD dla krajów trzecich i INTRASTAT dla krajów Unii Europejskiej) eksport w dolarach w okresie 2004–2006 wyniósł odpowiednio 25,0%, 33,0%, i 22,6%. Te ostatnie dane stanowią uzupełnienie tabeli 2.

Tabela 4. *Wartość i tempo wzrostu eksportu w latach 1998–2006 (na warunkach F.O.B., w mld USD)*

Rok	Wartość	Tempo wzrostu (w %)*
1998	32,4	5,6
1999	30,0	-2,2
2000	35,9	19,4
2001	41,6	16,0
2002	46,7	12,1
2003	61,0	30,5
2004	81,8	34,1
2005	96,4	17,7
2006	117,3	21,6

\* w porównaniu z ubiegłym rokiem

Źródło: dane NBP.

wiło rentowność produkcji eksportowej, ale także zwiększyło odporność eksporterów na możliwe umocnienie złotego. Obserwowany obecnie wzrost wartości waluty krajowej w stosunku do walut zagranicznych (dolara amerykańskiego i euro) nie zagraża eksportowi w takim stopniu, jak w przypadku utrzymywania się względnie wyższej inflacji. Można się zatem spodziewać, że ewen-

tualne zmiany warunków kursowych na rynkach zagranicznych, mogące skutkować dalszym umocnieniem złotego, zostaną zamortyzowane (nie będą tak dotkliwe) i nie osłabią istotnie dobrej obecnie dynamiki polskiego eksportu. Warunkiem tego jest jednak utrzymanie niskiej inflacji.

## Bibliografia

- GUS (2007), *Mały Rocznik Statystyczny 2007*, Warszawa.
- IKiC (2004), *Gospodarka i handel zagraniczny Polski w 2003 roku*, Instytut Koniunktur i Cen, Warszawa.
- Koziński W. (2006), *Wzrost a inflacja*, w: A. Sopoćko (red.), *Zrównoważony wzrost gospodarczy. Rola polityki finansowej. Polska droga do euro*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa.
- Koziński W. (2007), *Eksportowy efekt restrykcyjnej polityki pieniężnej*, „Ekonomia”, w druku.
- NBP (2003), *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za rok 2002*, Warszawa.
- NBP (2004), *Raport o stabilności systemu finansowego 2003*, Warszawa.

# Wpływ zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych na sytuację gospodarczą Polski: komentarz makroekonomisty

## The Impact of Turbulence in International Financial Markets on the Economic Situation in Poland: A Macroeconomist's Remarks

Stanisław Gomulka\*

### Wstęp

Profesor Zyta Gilowska, jeszcze w roli Ministra Finansów, wyraziła niedawno opinię, że „Polska przedsiębiorczość ma dziś bardzo dobre warunki rozwoju. Są zagrożenia, ale mają one charakter zewnętrzny, są związane ze wzrostem cen paliw oraz kryzysem na rynku kredytów hipotecznych. Innych niebezpieczeństw nie widać”. („Rzeczpospolita” 31 X – 1 XI 2007 r., s. 1). Tę opinię uważam za błędną. Zauważmy, że duży wzrost cen paliw miał już miejsce w ostatnich dwóch latach i, z dobrze rozpoznanych powodów, nieznacznie wpłynął na gospodarkę światową. Pod tym względem mamy zasadniczą różnicę w porównaniu z dwoma latami po 1979 r., kiedy podobnie duży wzrost cen paliw istotnie spowodował silną stagflację.

W przypadku kredytów hipotecznych sytuacja jest jednak o tyle inna, że kryzys na tym rynku jest czymś dodatkowym w stosunku do bardziej ogólnych napięć i nierównowag makroekonomicznych w gospodarce światowej. Te napięcia i nierównowagi znacznie podnoszą ryzyko na rynkach finansowych i mogą mieć zauważalne negatywne skutki dla sfery realnej, szczególnie w USA. Będę jednak argumentował, że podstawowe zagrożenia dla gospodarki Polski w najbliższych latach mają charakter wewnętrzny.

Zanim przejdę do omawiania tych zagrożeń, chciałbym na początku odpowiedzieć na cztery pytania zadane członkom panelu przez przewodniczącego seminarium, profesora Alojzego Nowaka.

### 1. Turbulencja na rynkach finansowych i walutowych: jakie przyczyny i jakie możliwe reakcje banków centralnych?

Polityka makroekonomiczna w USA była w ostatnich kilku latach bardzo ekspansywna, może nawet procykliczna. Stopy procentowe były bowiem przez wiele lat wyjątkowo niskie, a deficyty budżetowe oraz obrotów bieżących – wysokie. W rezultacie nastąpił silny wzrost długu publicznego, przede wszystkim zagranicznego, oraz duży wzrost cen zasobów, takich jak akcje przedsiębiorstw oraz domy i mieszkania. Ponadto stopa bezrobocia spadła do historycznie niskiego poziomu 4,7%. W tej sytuacji pojawiło się ryzyko znacznego wzrostu inflacji. To ryzyko inflacyjne podtrzymywane jest umiarkowanym jeszcze wzrostem presji płacowej, silnym osłabieniem dolara oraz dużym wzrostem cen paliw i innych surowców. Amerykański bank centralny zareagował znacznym wzrostem stóp procentowych w okresie od 30 czerwca 2004 r. do 29 czerwca 2006 r., co z kolei wywołało niemal kryzys na rynku kredytów hi-

\* London School of Economics and Political Science

potecznych. Wzrost ryzyka kredytowego spowodował z kolei wzrost rynkowych stóp procentowych. Federal Reserve Board (FRB) zareagował na to krokiem wstecz, obniżając swoje stopy podstawowe 18 września 2007 r. oraz zwiększając płynność w systemie bankowym, tak aby ściągnąć stopy rynkowe w dół, do poziomów zbliżonych do stopy bazowej.

## 2. Czy turbulencja na rynkach kredytów hipotecznych i walutowych może prowadzić do dużego kryzysu gospodarczego?

Na krótką metę dla FRB podstawowym celem wydaje się niedopuszczenie do dużej ogólnej depresji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych. Przy inflacji jeszcze umiarkowanej, około 2–3%, taki cel polityki monetarnej można uznać za właściwy. Jednak postępujące osłabienie dolara oraz ewentualny dalszy wzrost cen paliw i innych surowców mogą podnieść inflację CPI powyżej 4%. Taki wzrost inflacji może powstrzymać FRB przed dalszym rozluźnianiem polityki monetarnej. W perspektywie średniookresowej idealnym scenariuszem dla FRB byłoby prawdopodobnie umiarkowane spowolnienie wzrostu gospodarczego, czyli tzw. *soft landing*. Jednak po raz pierwszy od kilku lat pojawiło się też w Stanach Zjednoczonych ryzyko stagflacji.

W przypadku Europejskiego Banku Centralnego (ECB) oraz Banku Anglii podstawowym ryzykiem jest, sądzę, dalsze silne umocnienie się euro oraz funta wobec dolara. To ryzyko już powstrzymuje ECB przed dalszym podnoszeniem stóp, a w przypadku Banku Anglii możliwe jest nawet obniżenie stóp. Gospodarka UE jest generalnie dużo bliższa stanowi długookresowej równowagi niż gospodarka USA. Europa jest też mniej niż w przeszłości zależna od eksportu na rynki USA.

Nowym czynnikiem stabilizującym w gospodarce światowej, w porównaniu z sytuacją w 1980 r., są dynamicznie rozwijające się kraje typu *emerging markets*, szczególnie Chiny oraz Indie. Wzrost gospodarczy w tych krajach zależy głównie od czynników produkcyjnych, takich jak inwestycje w środki trwałe, importowana technologia i kapitał ludzki. Te źródła szybkiego wzrostu są jeszcze dalekie od wyczerpania. Z kolei od strony popytowej czynnikiem zasadniczym jest i pozostanie popyt wewnętrzny, a nie eksport netto. W tej sytuacji nawet znaczna depresja w USA może mieć całym ograniczony wpływ na te gospodarki, więc także na gospodarkę UE i, ogólniej, na gospodarkę światową.

## 3. Jakie są zagrożenia dla gospodarki Polski?

Ze względu na przynależność do UE Polskę zaczęły obowiązywać reguły Paktu Stabilności i Wzrostu. Ten fakt już spowodował spadek premii za ryzyko makroekono-

miczne. Dalszy spadek premii nastąpiłby w chwili przyjęcia przez Polskę wiarygodnego planu wejścia do strefy euro. Z powodu braku takiego planu Polska jest, sądzę, postrzegana przez inwestorów nadal jako *emerging economy* (EC).

Kraje typu EC można podzielić na dwie kategorie: (A) bezpieczne, z solidnymi fundamentami makroekonomicznymi (niska inflacja, niski dług publiczny i mały deficyt budżetowy, nadwyżka na rachunku bieżącym, waluta ze sporym potencjałem aprecjacyjnym) oraz (B) z podwyższonym ryzykiem. Polska należy w tej chwili do kategorii (A). Niemniej jednak istnieje duża niepewność dotycząca polityki fiskalnej w najbliższych latach. W znacznym stopniu zależnie od tej polityki Polska albo wejdzie do bezpiecznej strefy euro, albo znacznie przesuwać się w kierunku grupy B.

Przynależność do grupy A oznacza, że w przypadku perturbacji na amerykańskim rynku finansowym oczekiwałbym raczej dopływu kapitału portfelowego do Polski niż odpływu. Na krótką metę zagrożenia polskiej gospodarki perturbacjami zewnętrznymi są zatem niewielkie. Te zagrożenia byłyby niewielkie nawet wtedy, gdyby doszło do recesji w Stanach Zjednoczonych. Dla polskiej gospodarki najważniejszy jest bowiem rynek UE, a w Europie oczekujemy przecież kontynuacji umiarkowanie szybkiego i dość stabilnego wzrostu gospodarczego.

## 4. Jak się zabezpieczyć przed ujemnym wpływem perturbacji zewnętrznych?

Silne perturbacje zewnętrzne, jeśli nastąpią, mogą się przełożyć w Polsce na zwiększone wahania kursowe złotego i wyższe długoterminowe stopy procentowe. Tego typu skutki byłyby niewielkie, gdyby polska gospodarka nadal miała solidne fundamenty makroekonomiczne. Jednak ciągły brak reformy finansów publicznych, niejasne perspektywy takiej reformy w najbliższych latach, rosnący deficyt obrotów bieżących oraz rosnąca presja płacowo-cenowa to te czynniki wewnętrzne, które są głównymi źródłami znacznych zagrożeń dla stabilnego wzrostu gospodarczego Polski w najbliższych latach.

Jak się przed nimi zabezpieczyć?

### A. Działania potrzebne w sferze polityki fiskalnej

Polska jako członek UE jest zobowiązana do utrzymania zrównoważonego budżetu w całym okresie cyklu koniunkturalnego, przy czym maksymalny deficyt budżetu nie powinien przekraczać 3% PKB. Taka zasada opiera się na założeniu, że w okresie słabszej koniunktury (spowolnienia wzrostu lub recesji) państwo może przejściowo wydawać więcej, niż wynoszą jego dochody, łagodząc w ten sposób osłabienie koniunktury. W okresie dobrej koniunktury budżet państwa powinien natomiast

osiągać nadwyżkę i zmniejszać zadłużenie, tak by w całym okresie cyklu saldo finansów publicznych się równoważyło lub przynajmniej nie następował znaczny wzrost zadłużenia.

Tymczasem w przyjętym przez rząd J. Kaczyńskiego projekcie budżetu na rok 2008 deficyt budżetowy sektora rządowego i samorządowego ma wynieść wg Ministerstwa Finansów 3,0% PKB, a wg Komisji Europejskiej nawet 3,2% PKB. Korekta rządu Tuska zmniejsza ten deficyt tylko o około 0,1% PKB. Wysoki deficyt budżetowy w warunkach wysokiego tempa wzrostu gospodarczego oznacza prowadzenie tzw. procyklicznej polityki fiskalnej. Utrzymywanie wysokiego deficytu budżetowego w okresie dobrej koniunktury sprawia, że w chwili gdy koniunktura się pogarsza i pożyteczne byłoby stymulowanie popytu krajowego poprzez wzrost deficytu budżetowego, trzeba ten deficyt ograniczać, co powoduje pogłębienie procesów ograniczających wzrost. Tym samym tego typu polityka fiskalna zamiast łagodzić wahania koniunktury gospodarczej przyczynia się do zwiększenia skali tych wahań. Przy takiej procyklicznej polityce fiskalnej gospodarka rozwija się „zrywami” między kolejnymi „twardymi lądowaniami”. Ma to dobrze znane negatywne konsekwencje. Po pierwsze, „twarde lądowanie” oznaczałoby przynajmniej częściowo powrót do depresji z lat 2001–2002, z ponownym wzrostem bezrobocia i dużą liczbą bankructw firm. Po drugie, w sytuacji przedłużania się ekspansji fiskalnej pojawia się i stopniowo rośnie ryzyko kryzysu makrofinansowego, w postaci równoczesnego skoku inflacji, wzrostu stóp procentowych, osłabienia złotego, wzrostu długu publicznego i spadku wpływów budżetowych. Kryzys taki może nastąpić szczególnie w sytuacji, gdy mimo wysokiego i rosnącego deficytu na rachunku bieżącym rząd nie zdecyduje się szybko na redukcję deficytu budżetowego, a bank centralny spóźni się z zacieśnianiem polityki monetarnej.

W 2008 r. nie oczekuję zagrożenia takim kryzysem. Realna groźba realizacji kryzysowego scenariusza dotyczy już jednak lat 2010 i 2011, kiedy w odpowiedzi na silny wzrost inflacji i stóp procentowych może nastąpić spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce. Dla uniknięcia takiego rozwoju wydarzeń konieczne może być silne ograniczenie deficytu budżetowego w latach 2009–2010. Ograniczenie takie będzie musiało być tym większe, im silniejsze będzie stymulowanie fiskalne gospodarki w 2008 r.

### B. Wejście do strefy euro

Wejście Polski do strefy euro będzie ważne z punktu widzenia szans na utrzymanie szybkiego i stabilnego wzrostu gospodarczego w perspektywie najbliższych 10–15 lat.

Dzięki wejściu do strefy euro Polska uzyskałaby dostęp do oszczędności zagranicznych przy niskich sto-

pach procentowych, eliminację ryzyka kursowego w relacjach handlowych i finansowych z większością krajów UE, większy napływ inwestycji zagranicznych oraz polisę ubezpieczeniową przeciw wahanom wiarygodności i niestabilności na rynkach finansowych.

Ostatnie dwa lata wyjątkowo sprzyjały realizacji strategii wejścia. Szybki wzrost umożliwiał bowiem spełnienie kryterium fiskalnego nawet bez programu dostosowawczego typu Plan Hausera. Wystarczyło powstrzymanie się od działań znacznie podnoszących wydatki publiczne i silnie obniżających dochody publiczne. W praktyce mieliśmy politykę dokładnie odwrotną, co skutkowało deficytem sektora finansów publicznych, według definicji UE, w skali 3–4% PKB. Ta polityka wymaga teraz korekty niezależnie od kwestii wejścia do strefy euro. Ponadto niski deficyt obrotów bieżących umożliwiał aprecjację złotego, a wysokie bezrobocie powodowało, że procentowy wzrost płac nie był nadmierny. Te dwa czynniki zapewniały niską inflację cen, co pozwalało Polsce na spełnienie, bezboleśnie, monetarnych kryteriów wejścia. Ponieważ kryteria fiskalne z Maastricht i tak Polskę zobowiązują, przyjęcie euro jest nie tylko możliwe i potrzebne, ale też nie będzie wymagało dodatkowych wyrzeczeń.

### C. Zmiany instytucjonalne i instrumenty mikroekonomiczne

Oprócz przestrzegania właściwych zasad w polityce makroekonomicznej do utrzymania szybkiego wzrostu gospodarczego niezbędne jest wprowadzenie nowych instrumentów instytucjonalnych i mikroekonomicznych wspierających wzrost wskaźnika zatrudnienia oraz wzrost inwestycji. Takimi instrumentami są:

- szybkie usuwanie biurokratycznych barier działalności produkcyjnej i inwestycyjnej przedsiębiorstw,
- istotne poprawianie infrastruktury (drogi, lotniska, linie kolejowe), w dużym stopniu przez lepsze wykorzystanie środków z UE,
- zakończenie prywatyzacji i reprivatyzacji,
- działania na rzecz pobudzania aktywności zawodowej i powrót tych, którzy w ostatnich latach wyjechali za granicę.

Dla podtrzymania szybkiego wzrostu i niskiej inflacji duże znaczenie ma polityka stymulowania wzrostu podaży pracy. Liczba emerytów i rencistów w Polsce, na poziomie około 10 mln osób, jest tak duża, że realne jest jej zmniejszenie o około 0,5–1,0 mln poprzez zakończenie programu tzw. wczesnych emerytur, podwyższenie wieku emerytalnego kobiet i przegląd świadczeń rentowych. Drugą rezerwą podaży są powroty z zagranicy. W tym celu potrzebna będzie abolicja podatków od dochodów uzyskanych za granicą. Potrzebny będzie też program aktywizacji znacznej rezerwy znajdującej się jeszcze na wsiach i w małych miasteczkach.