

Czy wlatujący orzeł złapie amerykańską grypę?

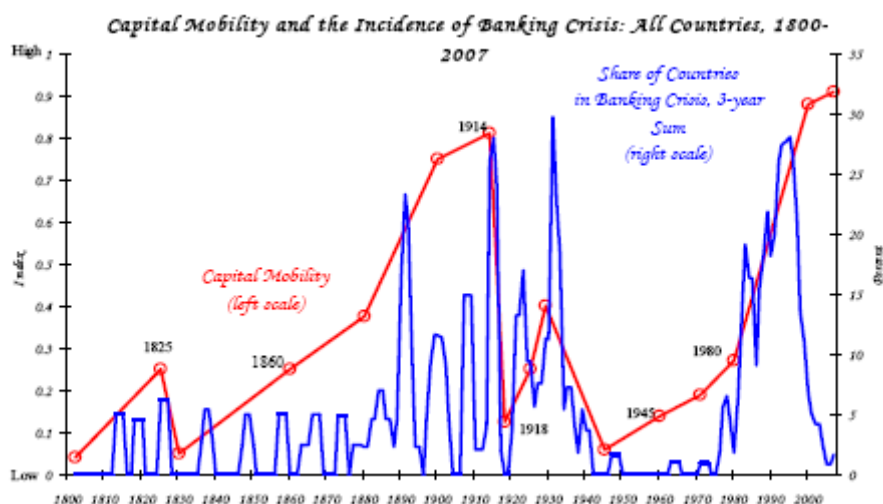
Wielu wybitnych ekonomistów uważa, że taki kryzys finansowy jak obecny pojawia się raz na sto lat. Jeszcze kilka miesięcy temu trudno było sobie wyobrazić skalę pomocy, której udzieliła władze najbogatszych krajów świata rynkom finansowym. Według analiz Banku Anglii łączna pomoc rządów dla sektora finansowego (włączając gwarancje) przekroczyła do października br. kwotę 7 bilionów dolarów. Straty banków, które kupowały instrumenty finansowe powiązane z amerykańskim rynkiem nieruchomości prawdopodobnie przekroczą 2 biliony dolarów, a niektóre szacunki mówią o kwotach nawet dwukrotnie większych. Pomimo zaangażowania tak olbrzymich środków publicznych, nie udało się powstrzymać spadków na światowych giełdach i trudno jest prognozować, czy w 2009 ten trend spadkowy ulegnie zatrzymaniu i odwróceniu. Natomiast z pewnością to właśnie w 2009 roku odczujemy ten kryzys w sferze realnej, a wiele krajów rozwiniętych znajdzie się w recesji. Chyba najbardziej przełomowym momentem w obecnym kryzysie potwierdzającym jego olbrzymią skalę było wystąpienie Alana Greenspana 23 października 2008 roku przez parlamentarnym komitetem ds. rządowego nadzoru i reform, w którym były szef Rezerwy Federalnej przyznał się do błędów w polityce pieniężnej i nadzorczej (np. brak regulacji niektórych rynków) oraz dodał, że musi zweryfikować swoje – niezmiennie od 40 lat – poglądy na wysoką zdolność sektora finansowego do samoregulacji. Ponadto wielu ekonomistów zarzuca Greenspanowi, że obniżał stopy procentowe i zbyt głęboko i na zbyt długo, co skracало okres dekoniunktury, ale jednocześnie prowadziło do ciągłego narastania nierównowag na rynku akcji, nieruchomości i w handlu zagranicznym. W końcu szefa Fed obwinia się także o stworzenie „put’a Greenspana”, czyli wykreowanie sytuacji, kiedy opłaca się podejmować ryzykowne decyzje inwestycyjne i spekulacyjne zakładające wzrost cen akcji i nieruchomości, bo w sytuacji dekoniunktury rezerwa federalna wspomogłaby inwestorów obniżkami stóp, tak jak czyniła to już wielokrotnie.

W świetle szokującej dla wielu ekonomistów katharsis Greenspana ważne wydaje się wyjaśnienie, w jaki sposób przebiegał kryzys, jakie były jego przyczyny, przynajmniej te, które możemy dzisiaj zdiagnozować i zidentyfikować, a także, jak może wpłynąć na polską gospodarkę.

Mechanizm narastania „bańki” spekulacyjnej i kryzysu

Na temat mechanizmu obecnego kryzysu powstało już wiele artykułów naukowych¹, a wydawcy przygotowują kilkadziesiąt książek obszernie opisujących ten proces. Na potrzeby tego artykułu warto wskazać pracę Reinhart, Rogoff (2008), w której przedstawiono historię 800 lat kryzysów, w świetle których ten obecny ma wiele typowych cech poprzednich. W szczególności artykuł wskazuje, że z punktu widzenia podatności na kryzys zadłużenie krajowe ma również istotne znaczenie, jak zagraniczne kraju oraz że duże kryzysy bankowe występowały z reguły po okresie silnej liberalizacji globalnych przepływów kapitałowych, co ilustruje wykres 1.

Wykres 1. Liberalizacja przepływów kapitałowych i kryzysy bankowe w latach 1800-2007



Źródło: Reinhart, Rogoff (2008)

Artykuł kończy się nieco proroczym stwierdzeniem: „... w szczególności, konkluzja że Węgry lub Grecja już nigdy nie ogłoszą bankructwa ponieważ teraz mamy inną sytuację i kraje te są członkami Unii Europejskiej może okazać się krótkotrwałym truizmem”.

W istocie, żeby uniknąć bankructwa, niecałe pół roku później Węgry musiały się ratować pożyczką z EBC i z MFW..

¹ Olbrzymi wybór tych artykułów jest dostępny w serwisie www.rgemonitor.com

Zanim jednak doszło do ryzyka bankructwa Węgier, byliśmy świadkami równoczesnego narastania nierównowag równocześnie w wielu obszarach. I tak, deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych przekroczył 700 mld dolarów (6.5% PKB), a ujemna pozycja inwestycyjna netto 2,5 biliona dolarów (różnica między aktywami zagranicznymi Stanów Zjednoczonych a ich pasywami zagranicznymi). Te wielkości skutkowały „wysypem” prognoz wskazujących na nadchodzące załamanie kursu dolara². Utrzymywanie się wysokiego deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych, finansowanego napływem kapitału z Japonii, Chin i krajów eksportujących ropę naftową zostało określone mianem globalnej nierównowagi.

Amerykańskie gospodarstwa domowe zaczęły wydawać więcej niż zarabiały, czyli miały ujemne oszczędności, ta tendencja nasiliła się w latach 2005-2006. W praktyce oznaczało to finansowanie konsumpcji kredytem zaciąganym pod zastaw tej części wartości nieruchomości która jeszcze nie była zastawiona, co było możliwe tak długo jak rosły ceny nieruchomości.

Powstały nowe rynki, których kapitalizacja w krótkim czasie wzrosła do astronomicznych rozmiarów, na przykład rynek *Credit Default Swaps* praktycznie nie istniał w 2000 roku, a w końcu 2007 roku jego kapitalizacja wynosiła 62 biliony dolarów.

Na skutek spadku stóp procentowych na świecie uzyskiwanie wysokiego dochodu z aktywów stało się trudniejsze, więc wiele instytucji zaczęło się posługiwać kredytem (w terminologii finansistów zwany *lewarem* od angielskiego *leverage*) w celu zwiększenia dochodowości. Na przykład, jeżeli oczekiwana dochodowość obligacji zabezpieczonych hipotekami, korporacyjnych lub rynków wschodzących wynosiła 5%, a kredyt był dostępny w cenie 4%, to wzięcie kredytu w czterokrotnej wysokości zainwestowanego kapitału zwiększało oczekiwaną dochodowość inwestycji z 5% do 10%.

O ile posługiwanie się „lewarem” było typowe dla funduszy arbitrażowych (określanych po angielsku terminem *hedge funds*), to dzisiaj wiemy, że największy stosunek aktywów do kapitału występował w bankach inwestycyjnych, ale także uniwersalnych, przy czym w niektórych przekraczał współczynniki 30, a w jednostkowych przypadkach przekraczał 50.

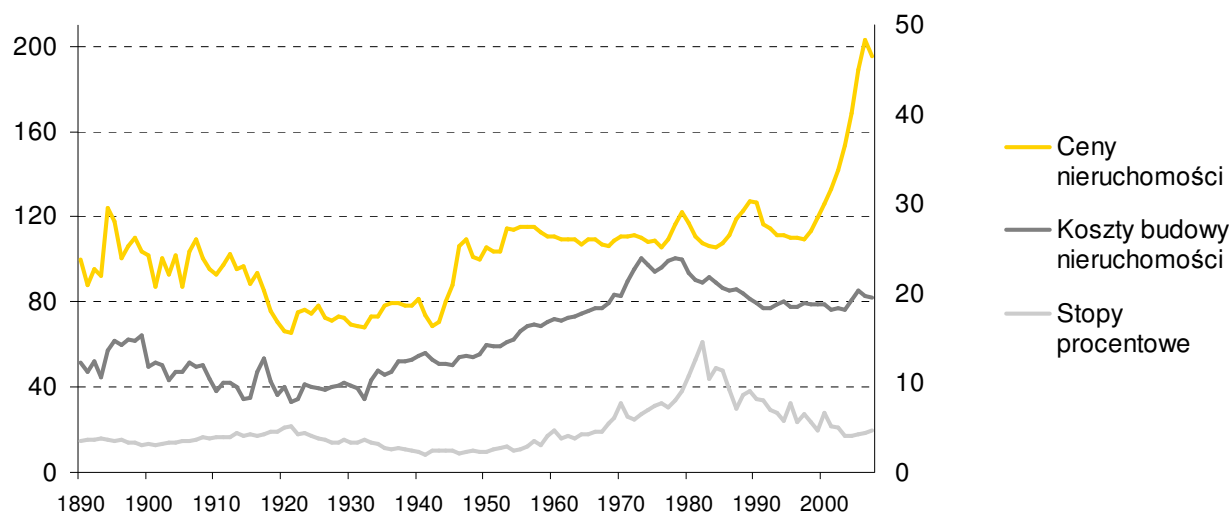
² Prognozy te zostały obszernie przedstawione i omówione w książce Rybiński (2007)

Wynikało to z faktu, że banki tworzyły specjalne wehikuły finansowe, które na przykład pozyskiwały miliard dolarów od inwestorów na całym świecie, pożyczały 14 mld, emitując krótkoterminowe papiery wartościowe i inwestowały 15 miliardów w długoterminowe instrumenty finansowe powiązane z amerykańskim rynkiem nieruchomości. Mimo że początkowo te wehikuły finansowe nie były konsolidowane w ramach bilansów banków, gdy pojawiły się straty, banki zostały zmuszone do udzielania gwarancji, co doprowadziło do włączenia aktywów i pasywów tych wehikułów finansowych do bilansów banków. To z kolei skutkowało przekroczeniem wskaźnika aktywów względem kapitału, który powinien być utrzymywany poniżej poziomu 20, aby dany bank był uznany jako wystarczająco dokapitalizowany.

Na skutek powszechnego stosowania praktyki „lewarowania”, banki rozrosły się do monstualnych rozmiarów. W latach 80. kapitalizacja banków notowanych na giełdzie w Stanach Zjednoczonych stanowiła około 5 procent kapitalizacji giełdy, w zeszłym roku zbliżyła się do 25 procent. W tym okresie zyski banków w USA stanowiły około 10 procent zysków przedsiębiorstw, w 2007 roku ten odsetek wzrósł do 40 procent.

Jednak rynkiem, który wykazał się najgroźniejszą nierównowagą był rynek nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Jak przedstawiono na wykresie 2, przy stabilnych kosztach budowy nieruchomości ich ceny poszybowały do góry, co spowodowało silny wzrost opłacalności inwestycji w tym sektorze. O ile w latach 2001-2002 rocznie budowano w Stanach Zjednoczonych 1,2 – 1,3 miliona domów jednorodzinnych rocznie, to już w latach 2004 – 2005 liczba rozpoczętych budów wzrosła do 1,6 – 1,7 miliona. W 2007 roku po rozpoczęciu kryzysu liczba rozpoczynanych inwestycji budowlanych spadła do około miliona, a w 2008 roku zapewne nie przekroczy 700 tysięcy.

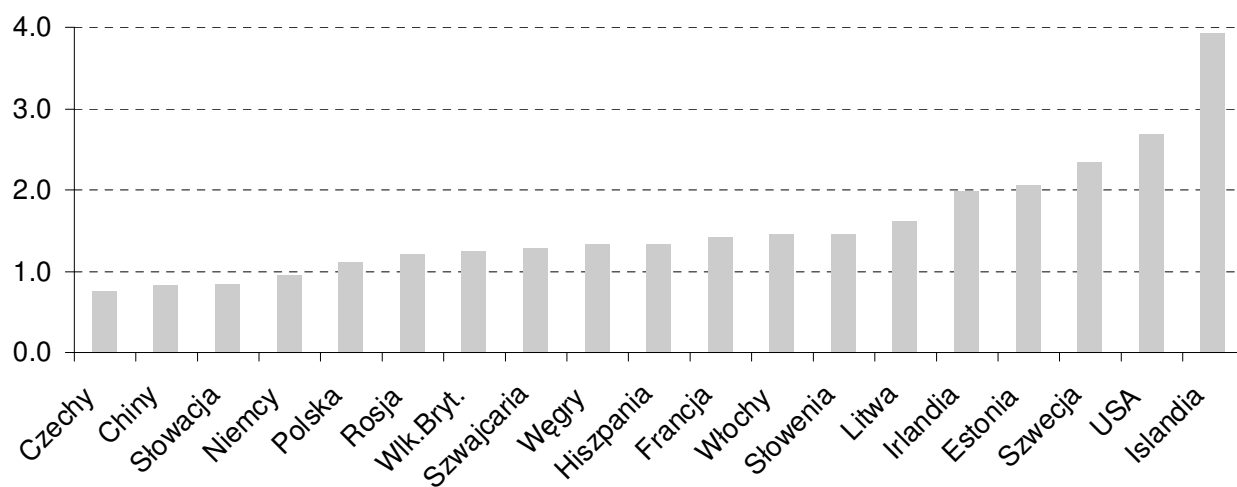
Wykres 2. Ceny nieruchomości, koszty budowy i poziom stóp procentowych (prawa oś)



Źródło: Prezentacja Shiller R.J., The New Financial Order and the Current Financial Crisis, marzec 2008.

Na wielu innych rynkach również pojawiły się „bańki” cenowe i kredytowe, na przykład w wielu krajach w sektorze bankowym stosunek kredytów do depozytów silnie wzrósł, co naraziło banki na poważne ryzyko refinansowania, które zmaterializowało się w postaci poważnego ryzyka bankructwa Islandii i Węgier.

Wykres 3. Relacja kredytów do depozytów, dane za lata 2007-2008



Źródło: Bank Systemic Risk Report, FitchRatings, 21 październik 2008.

Pojawieniu się wielu „baniek” cenowych i kredytowych sprzyjał nowy model bankowości intensywnie rozwijany w XXI wieku, w którym bank przestaje kontrolować ryzyko kredytowe pożyczkobiorcy. Do opisu tego modelu stosuje się termin finansowania na odległość (ang. *arms-length-financing*). W skrócie ten model finansowania przedstawiał się następująco. Pośrednik kredytowy oferował wysoki kredyt osobie o bardzo niskiej wiarygodności kredytowej, dzisiaj takie osoby nazywa się NINJA (ang. *No Job, No Income, No Assets*). Pośrednik otrzymywał prowizję od wartości sprzedanych kredytów, więc nic dziwnego, że sprzedawał jak najwięcej. Bank, który otrzymywał taką aplikację kredytową, często poświęcał na nią kilka minut i przyznawał kredyt. Dlaczego tak szybko? On sam również nie był zainteresowany ryzykiem kredytowym, ponieważ po sprzedaży wielu takich kredytów grupował je w wiązki i emitował papiery zabezpieczone przychodami ze spłacanych kredytów. Zatem ryzyko kredytowe zniknęło z bilansu banku i zostało przeniesione na inwestora, który nabywał takie papiery wartościowe. Oczywiście inwestor nie kupował przysłowiowego kota w worku i wymagał, aby te papiery wartościowe miały *rating*, czyli niezależną ocenę ryzyka kredytowego. Nadawały go agencje ratingowe, które z definicji wiedziały o jakości portfela kredytowego mniej niż banki udzielające kredytów, które z kolei wiedziały mniej niż pośrednik finansowy, który wiedział, że jeżeli ktoś jest NINJA, w ogóle nie powinien uzyskać kredytu. Ponieważ jednak niektóre agencje ratingowe czerpały ponad połowę swoich przychodów a nadawania *ratingu* instrumentom dłużnym zabezpieczonym aktywami, więc same były w konflikcie interesów i miały silne motywacje do zawyżania ocen.

Do dalszego skomplikowania systemu finansowego przyczyniło się stworzenie specjalnych emisji papierów wartościowych zabezpieczonych wiązkami różnych aktywów (pożyczkami, obligacjami, pochodnymi instrumentami kredytowymi). Po zebraniu wiązki aktywów stosowano bardzo skomplikowane modele matematyczne, żeby podzielić te aktywa na transze, bardzo niskiego ryzyka (tak przynajmniej sądzono) o *ratingu* AAA (oznaczającym najwyższą ocenę) i transze o wyższym poziomie ryzyka. Następnie emitowano papiery wartościowe zabezpieczone tymi aktywami (określane jako zobowiązania dłużne zabezpieczone aktywami, ang. *Collateralized Debt Obligations*), które miały odpowiednie oceny ratingowe. Ponieważ dochodowość transzy AAA takiego papieru dłużnego była wyższa niż obligacji rządowych o takim samym *ratingu*, instrumenty te

cieszyły się dużą popularnością, podobnie było w przypadku transz o niższym *ratingu*. W dużym uproszczeniu można powiedzieć, że przy tworzeniu CDO dokonywano różnych sztuczek z wykorzystaniem zaawansowanej matematyki i statystyki, której inwestorzy kupujący te papiery nie rozumieli. Na przykład, do wiązki należności często dokładano kredyty mieszkaniowe niskiej jakości (*subprime*), których *rating* podnosił się dzięki odpowiedniemu „zmieszaniu” z innymi aktywami. Dopiero dzisiaj wiadomo, że szereg założeń przyjętych w stosowanych modelach statystycznych okazało się całkowicie nierealistycznych, więc i ratingi były oderwane od rzeczywistości. Tworzono także emisje określane jako CDO², których zabezpieczeniem były inne emisje CDO. Nic dziwnego, że nie tylko inwestorzy, ale także regulatorzy nie mieli pojęcia o związanej z nimi skali ryzyka.

Dodatkowo banki inwestycyjne tworzyły specjalne wehikuly inwestycyjne, które nabywały te papiery finansując ich zakup emisjami krótkoterminowych papierów komercyjnych. A kiedy ceny mieszkań w USA zaczęły spadać i wycena tych skomplikowanych instrumentów dłużnych zaczęła się pogarszać (na skutek bolesnej weryfikacji przyjętych do wyceny założeń), banki i inne instytucje finansowe zaczęły odnotowywać olbrzymie straty, które teraz szacuje się w skali globalnej na ponad 2 biliony dolarów. Do tego dojdą jeszcze „typowe straty” banków na skutek konieczności tworzenia rezerw na złe kredyty w warunkach recesji, która dotknie w przyszłym roku wiele krajów rozwiniętych.

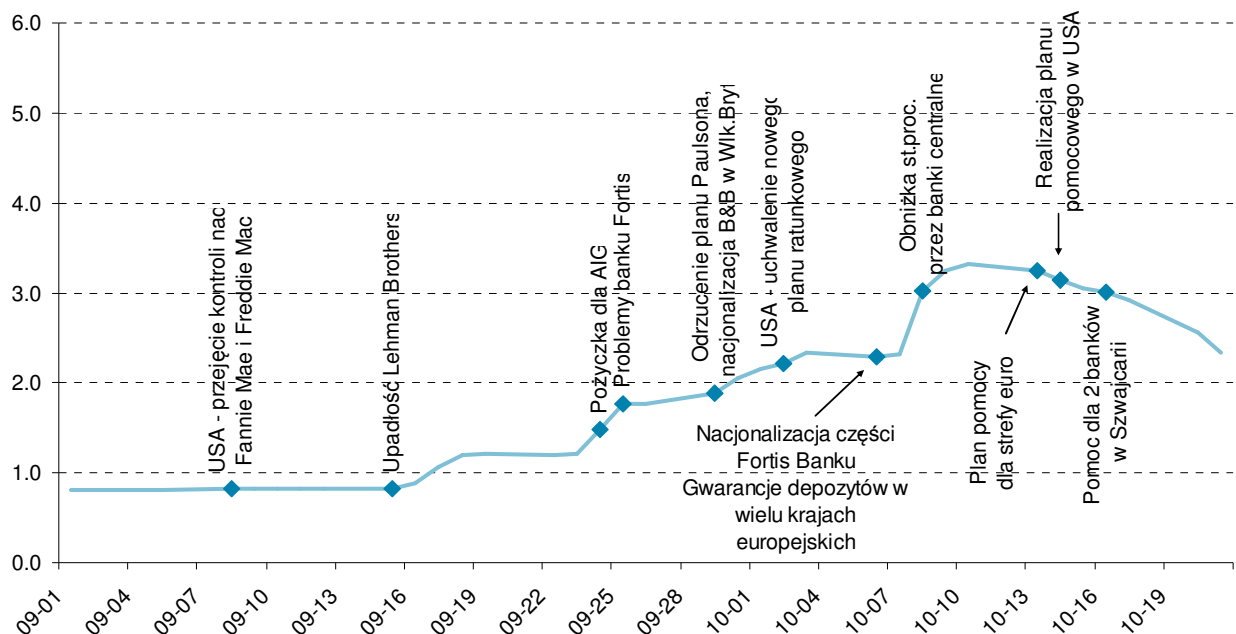
W ciągu kilku miesięcy kryzys rozszerzył się na wszystkie rynki finansowe, giełdy (silne spadki na całym świecie), ceny surowców (silne spadki), rynki walutowe (spadki walut krajów rozwijających się i umocnienie się walut postrzeganych jako bezpieczne zatoki czyli dolary, jeny i franki szwajcarskie), i w sposób najbardziej dotkliwy na rynek pieniężny (silny wzrost oprocentowania na rynku pożyczek międzybankowych i zupełny brak pożyczek na dłuższe terminy). Inwestorzy pokrywali straty z tytułu posiadania toksycznych aktywów sprzedając inne, zdrowe aktywa, powodując spadki cen, ale jednocześnie dostrzegli rosnące ryzyko recesji co spowodowało silny spadek apetytu na ryzyko.

Obecny kryzys nazywa się kryzysem płynności, ponieważ banki, fundusze i inne podmioty działające na rynkach finansowych odmówiły dalszego finansowania inwestycji w papiery dłużne zabezpieczone aktywami (głównie w te które były związane z amerykańskim rynkiem nieruchomości, ale potem ta niechęć rozszerzyła się na inne segmenty

rynku finansowego) . Ale kryzys ten można nazwać raczej kryzysem zaufania, ponieważ instytucje finansowe obawiają się, że jeżeli pożyczą środki innej instytucji finansowej, a ta upadnie, utracą je. U podstaw utraty zaufania stała niepewność, czy „napompowane” bilanse banków nie zawierają jeszcze więcej toksycznych aktywów, co oznacza dalsze straty, a także gwałtowne zmniejszenie limitów dla innych banków i powszechne przekonanie, że w takich czasach najlepiej mieć gotówkę.

Obserwowaliśmy wiele faz i odstępów kryzysu, ostatnie miesiące ilustruje wykres 4. Szczególną uwagę zwraca duża różnica między oprocentowaniem trzymiesięcznych pożyczek na rynku międzybankowym a stopą procentową banku centralnego szczególnie w takich krajach jak Stany Zjednoczone i Wielka Brytania. W normalnych czasach ta różnica sięga 20-30 punktów bazowych i często odzwierciedla na przykład oczekiwania podwyżek stóp procentowych. W październiku 2008 ta różnica sięgnęła 350 punktów bazowych i to pomimo oczekiwań na obniżki stóp procentowych. Kredyt stał się nie tylko bardzo drogi, ale także niedostępny.

Wykres 4. Różnica w oprocentowaniu 3-miesięcznej stopy LIBOR i stopą Rezerwy Federalnej



Źródło: Narodowy Bank Polski, „Przegląd Stabilności Systemu Finansowego”, październik 2008; Ernst & Young

W reakcji na rozszerzający się kryzys finansowy banki centralne i rządy wielu krajów podjęły interwencje, które nie mają precedensu, jeśli chodzi o użyty wachlarz instrumentów i ich skalę. W USA po pierwszej porażce uchwalono plan Paulsona, który zakłada przeznaczenie 700 mld dolarów na wykup toksycznych aktywów od banków i zasilenie ich kapitałem. W Europie wiele krajów przyjęło plany zasilenia kapitałowego banków przez rząd oraz udzielenia gwarancji na pożyczki międzybankowe. Bank Anglii szacuje łączną wartość tych działań w skali świata na ponad 7 bilionów dolarów. A do tego należy doliczyć jeszcze operacje zasilające w płynność sektor finansowy prowadzone przez banki centralne, które sięgnęły 2 bilionów dolarów.

Jak reagować na wysokie ryzyko pojawienia się bańki cenowej na rynku aktywów na rynkach aktywów? Stan dyskusji tuż przed kryzysem

W świetle opisanych powyżej daleko idących działań, które podjęły rządy i banki centralne, warto przypomnieć stan debaty ekonomicznej w pierwszej połowie 2007 roku, czyli na krótko przed kryzysem. Pytanie, jak banki centralne powinny reagować na szybkie wzrosty cen na rynkach aktywów – akcji, nieruchomości – było przedmiotem intensywnej debaty, czego przykładem tylko w ostatnich latach mogą być artykuły i wystąpienia..

W dyskusji na temat polityki pieniężnej i bąbli na rynkach aktywów rysują się dwa przeciwstawne poglądy:

1. Polityka pieniężna powinna uwzględniać sytuację na rynkach aktywów tylko w takim stopniu, w jakim wpływa ona na perspektywy inflacji. Nie należy przekuwać „banierek” lub „bąbli” spekulacyjnych za pomocą podwyżek stóp procentowych, gdyż będzie to nieskuteczne, lepszą strategią jest „posprzątanie po pękniętej bańce”³.
2. Należy uwzględnić ceny aktywów w procesie decyzyjnym w polityce pieniężnej bardziej, niż to wynika tylko z ich wpływu na inflację w perspektywie średnioterminowej. Polityka pieniężna jest zarządzaniem różnego rodzaju ryzykiem, w tym ryzykiem o niskim prawdopodobieństwie realizacji, ale znaczących skutkach.

³ Ang. *mop up after strategy*.

„Bąble” i krachy na rynkach aktywów należą właśnie do tej kategorii, są rzadkie, ale mają bardzo negatywne skutki dla gospodarki, przeciwdziałanie związanemu z nimi ryzyku powinno być nieodłączną cechą dobrej polityki pieniężnej.

Poniżej zostały przedstawione najważniejsze argumenty „za” i „przeciw” wykorzystywaniu polityki pieniężnej do ograniczania skali wzrostów cen na rynkach aktywów.

Tabela 1. Argumenty za i przeciw przekuwaniu bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów przez banki centralne⁴.

Argumenty „ZA”	Argumenty „PRZECIW”
<p>Gdy powody pojawienia się „bąbla” są niezależne od polityki pieniężnej, wówczas ta polityka powinna brać pod uwagę bąble na rynkach aktywów, gdyż reagowanie na narastające bąble prowadzi to do mniejszej zmienności inflacji i produkcji.⁵</p>	<p>Zmiana dobrej i sprawdzonej reguły polityki pieniężnej (choć niekoniecznie optymalnej), w której bank centralny reaguje na zmiany inflacji i luki PKB na nową, w której pojawiają się ceny aktywów, z arbitralnie dobraną wagą może prowadzić do gorszych rezultatów (większej zmienności inflacji i produkcji). Dlatego banki centralne — jeżeli w ogóle — powinny reagować na „bąble” spekulacyjne, to tylko w takim stopniu, w jakim wpływają one na produkcję i inflację. <i>Bernanke, Gertler (1999, 2001).</i></p>
<p>„Bąble na rynkach” aktywów istnieją i wyrządzają dużo szkody, więc polityka powinna przeciwdziałać ich powstawaniu. <i>IMF (2000, 2003), Bordo, Jeanne (2002), Borio, Lowe (2002), Bordo (2003), Hebling, Bayoumi (2003), Blinder, Reis</i></p>	<p>Trudno zidentyfikować, czy źródłem powstania „bąbla” jest polityka pieniężna, czy inne czynniki. <i>Bernanke (2006)</i></p>

⁴ W artykule Blinder, Reis (2005) przeprowadzono inwentaryzację argumentów obu stron, więc odwołania do tego artykułu pojawiają się po obu stronach tabeli.

⁵ Cecchetti at al. (2000)

(2005).	
Kiedy „bąble” powstają i pękają, zaburzają efektywną alokację zasobów, wpływają na zmienne za które odpowiedzialny jest bank centralny, wywołują wzrost zmienności produkcji i inflacji, przez co zwiększają stratę banku centralnego. Ponadto zagrażają stabilności finansowej, a bank centralny jest odpowiedzialny za stabilność finansową. <i>Cecchetti (2003), Blinder, Reis (2005)</i>	Spore ryzyko popełnienia błędu i zatrzymania wzrostu cen aktywów, które niekoniecznie są efektem działalności spekulacyjnej. Na przykład gdyby Rezerwa Federalna w połowie lat 90. radykalnie podniosła stopy, żeby przeciwdziałać hossie na giełdzie, która trwała pięć lat, wówczas olbrzymie możliwości rozwojowe zostałyby utracone. <i>Blinder, Reis (2005)</i>
„Bąble” można zidentyfikować wystarczająco wcześnie i jednocześnie nie popełniając błędu w postaci uznania za „bąbel” wzrostu cen, który ma silne podstawy w fundamentach gospodarczych. <i>Blinder, Reis (2005)</i> .	Bank centralny nie dysponuje narzędziami, żeby usunąć „bąbel” spekulacyjny z gospodarki, bez wpływu na innych uczestników rynku. Podwyżka stóp procentowych, która miałyby przeciwdziałać powstaniu „bąbla” byłaby jednak terapią wstrząsową. <i>Blinder, Reis (2005)</i> .
Bank centralny posiada instrumenty, które pozwalają przekuć narastający „bąbel” bez jednoczesnego wyrządzenia szkody innym celom banku centralnego. <i>Blinder, Reis (2005)</i> .	Nie ma przekonujących danych, że strategia „sprzątania po pękniętej bańce” prowadzi do nadmiernie ryzykownych zachowań na giełdzie i zwiększa ryzyko powstania następnych „bąbli”, zatem zamiast przekuć „bąble” należy po nich sprzątać. <i>Miller et al. (2002), Blinder, Reis (2005)</i> .
Symulacje pokazują, że polityka pieniężna powinna reagować na „bąble” na rynku aktywów, gdyż w ten sposób zmniejsza funkcję straty banku centralnego. Ale nie powinna przekuć bąbli lub ulegać pokusie sterowania bąblem spekulacyjnym w celu realizacji swoich celów ⁶ ..	

⁶ Filardo (2004) przedstawia dość plastyczny przykład dlaczego nie należy wywoływać ani wykorzystywać bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów. Jeżeli komuś na krętej drodze w górach popsują się hamulce, to robi

<p>Polityka pieniężna powinna reagować na bąble na rynkach aktywów tylko wtedy, gdy zagrażają stabilności systemu finansowego. <i>Mishkin, White (2002).</i></p>	<p>Nie istnieje żaden stabilny związek między wysoką płynnością a bąblami na rynkach aktywów, podobnie nie wykazano, że restrykcyjna polityka pieniężna powstrzyma bąbel przed narastaniem. Jeżeli inne czynniki, a nie łatwo dostępny pieniądz powodują bąble, to trzeba zająć się tymi czynnikami zamiast reagować stopami procentowymi. <i>Posen (2003), Posen (2006).</i></p>
<p>Polityka pieniężna Rezerwy Federalnej uwzględniała rozmiar „bąbla” spekulacyjnego na giełdzie i zwiększenie „lewarowania” w sektorze bankowym (te zmienne były istotne w oszacowanej regule Taylora, która uzależnia poziom stóp procentowych od luki PKB i odchylenia inflacji od celu inflacyjnego). Również wypowiedzi przedstawicieli Rezerwy Federalnej uwzględniały bąbel na giełdzie, czyli polityka reagowania na bąble spekulacyjne była prowadzona w praktyce w latach 1990 - 2003. Rezerwa Federalna w ten sposób zabezpieczyła się od skutków pęknięcia „bąbla”, potrzebna jest jednak debata, czy nie było potrzebne dodatkowe ubezpieczenie. Banki centralne w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i (w mniejszym stopniu w) Japonii reagują na zmiany cen na rynkach aktywów ponad to, w</p>	<p>Polityka pieniężna nie zmieni oczekiwań inwestorów, którzy oczekują ponadnormalnych zwrotów w okresie narastania bąbla, o czym świadczy brak relacji rynków na wypowiedzi Rezerwy Federalnej odnoszących się do giełdy. <i>Posen (2006).</i></p>

wszystko co może, użyje wszystkich swoich umiejętności, żeby mimo to bezpiecznie dojechać do celu. Nawet jeżeli okaże się, że kierowca posiada spore umiejętności radzenia sobie a takich sytuacjach, to nie oznacza, że powinien specjalnie aranżować kolejne ryzykowne przejażdżki nad przepaścią bez hamulców.

<p>jaki sposób te rynki wpływają na produkcję i inflację. <i>Cecchetti (2003), Chadha et al. (2004).</i></p>	
<p>Gdy pęka bańka spekulacyjna, analiza statystyczna dopasowana do „niekryzysowych” czasów często zawodzi, w szczególności negatywne skutki dla gospodarki mogą być o wiele bardziej odczuwalne niż wynikałoby z analizy opartej na zależnościach ekonomicznych ustalonych na podstawie danych z okresu dobrej koniunktury.</p> <p>Dlatego w ocenie tych zjawisk i koniecznej reakcji potrzebne jest podejście pozamodelowe, oparte na doświadczeniu i przeszłych epizodach. <i>Cecchetti (2006).</i></p>	<p>Pęknięcie „bąbla” spekulacyjnego na rynku aktywów może wywołać poważne negatywne konsekwencje w gospodarce, jeżeli system finansowy jest słaby (zła jakość aktywów, niskie kapitały banków), a nadzór nieefektywny. Zatem właściwe dla radzenia sobie z bąblem są instrumenty nadzorcze. <i>Posen (2006).</i></p>
<p>Właściwa reakcja na „bąbel” zależy od jego specyfiki. Na przykład, jeżeli „bąbel” spekulacyjny ma taką właściwość, że prawdopodobieństwo jego samorzutnego pęknięcia w następnym okresie jest niewielkie, ale jednocześnie jest wrażliwy na stopy procentowe, wówczas należy zacieśnić politykę pieniężną. Jeżeli z kolei „bąbel” może pęknąć w kolejnym okresie, ale jest mało wrażliwy na stopy procentowe, należy obniżyć stopy procentowe, żeby przygotować się na spadek produkcji i inflacji po pęknięciu bąbla. <i>Gruen et al. (2005).</i></p>	
<p>Analityczne modele wskazują, że umieszczenie cen aktywów ponad ich wpływ na inflację i produkcję w funkcji reakcji polityki pieniężnej jest optymalne; modele wskazują, że reakcja polityki pieniężnej na bąbel jest pożądana, nawet jeżeli istnieje niepewność co do charakteru „bąbla” i jego wpływu na gospodarkę; Jeżeli polityka</p>	<p>Sprzątanie po pękniętej „bańce” może zwiększyć prawdopodobieństwo powstania kolejnej „bańki” spekulacyjnej; gdy bańka pęknie sama, wówczas prawdopodobieństwo ukształtowania się kolejnej „bańki” spekulacyjnej się obniża. <i>Posen (2003), Posen (2006).</i></p>

<p>pieniężna jest jedną z przyczyn powstania „bąbla”, należy podjąć próbę jego przebicia. Jest możliwe bez drakońskich podwyżek stóp procentowych jak ilustrują przykłady bąbli na rynku nieruchomości w Wielkiej Brytanii, Australii i Nowej Zelandii. Rekomendacje żeby polityka pieniężna reagowała na pęknięcie „bąbla”, ale nie reagowała na jego narastanie są niespójne i nielogiczne, gdyż modele teoretyczne sugerują albo symetryczną reakcję albo jej brak. Asymetryczne decyzje mogą istotnie zaburzyć alokację zasobów, tak że wzrośnie ryzyko powstania przyszłych „bąbli” i ewentualnych krachów, gdy pękną. <i>Roubini (2006)</i>.</p>	<p>Asymetryczna reakcja polityki pieniężnej w reakcji na bąbel (nie przebijając, za to posprzątać) jest prawidłowa, bo ekspansje i kontrakcje w ramach cyklu są asymetryczne (okresy prosperity są o wiele dłuższe niż okresy recesji i inaczej przebiegają). <i>Posen (2006)</i>.</p>
--	--

Po lekturze tych argumentów, każdy może wyrobić pogląd, która ze stron sporu ma rację; liczba argumentów po obu stronach jest zbliżona. Jednak zastanawiające jest to, że na pół roku przez wybuchem finansowego kryzysu stulecia trwała w najlepsze „akademicka” dyskusja, czy taniej „posprzątać po kryzysie”, czy lepiej reagować prewencyjnie. Z perspektywy już dzisiaj znanych kosztów ta dyskusja wydaje się całkowicie abstrakcyjna, co pokazuje, że teoria ekonomii w zakresie tworzenia warunków dla stabilnego funkcjonowania rynków finansowych będzie musiała ulec istotnemu przewartościowaniu.

Kanały przenoszenia kryzysu do Polski

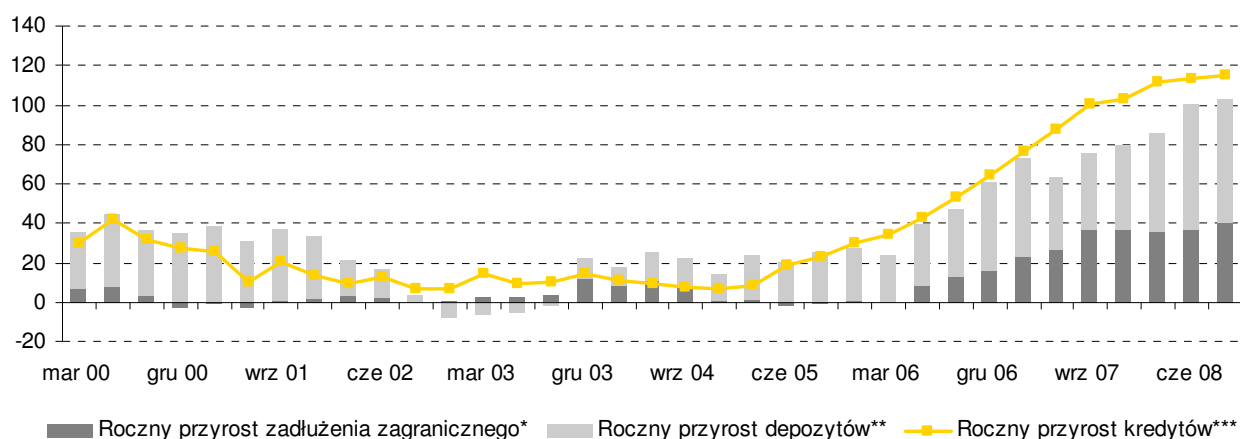
Narodowy Bank Polski w „Raporcie o stabilności systemu finansowego” identyfikuje osiem kanałów przenoszenia się kryzysu finansowego do Polski:

(1) Kanał kredytowy – bezpośrednie ekspozycje kredytowe banków polskich wobec podmiotów zagranicznych;

- (2) Kanał finansowania – zmniejszona dostępność środków zewnętrznych dla polskich banków;
- (3) Kanał rynkowy – zmiany otwartych pozycji banków krajowych w instrumentach finansowych, których ceny zależą od czynników zlokalizowanych poza granicami Polski.
- (4) Ryzyko spowolnienia gospodarczego – w efekcie wzrostu kosztów finansowania i ograniczenia dostępności kredytu dla podmiotów sektora realnego
- (5) Kanał kapitałowy – zmiany polityki spółek macierzystych odnośnie kapitału spółek zależnych w Polsce;
- (6) Pośredni kanał rynkowy – zmiany wyceny papierów wartościowych w zależności od sytuacji na rynkach zagranicznych;
- (7) Pośredni kanał kredytowy – ryzyko deprecjacji złotego przy nominowanych w walutach obcych ekspozycjach kredytowych banków wobec rezydentów uzyskujących przychody w złotych.
- (8) Kanał zaufania – spadek zaufania do instytucji finansowych niosący ze sobą ryzyko destabilizacji ich działalności poprzez wycofywanie depozytów, nieefektywność funkcjonowania rynku pieniężnego i wzrost kosztu pozyskania funduszy.

Wiele z tych kanałów działa na raz, na przykład instytucje finansowe posiadające w swoich portfelach akcje spółek giełdowych będą musiały zaksięgować straty wynikające ze spadku cen akcji, dotyczy to w szczególności firm ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych. Ponieważ polskie banki nie inwestowały w toksyczne aktywa, więc nie będą miały strat z tego tytułu, wręcz przeciwnie w pierwszej połowie 2008 roku sektor bankowy w Polsce osiągnął najlepszy wynik finansowy w historii. Widać też wpływ innych kanałów, deprecjacji złotego, spowolnienie gospodarcze, spadek zaufania. Natomiast jako bardzo istotne należy ocenić ryzyko refinansowania polskich banków za granicą. Jak przedstawiono na wykresie 5, akcja kredytowa banków w ostatnich kilku latach była w dużej części finansowana pożyczkami zagranicznymi. Jeżeli pożyczki te nie zostaną zrefinansowane, wówczas może dojść do gwałtownego zahamowania akcji kredytowej z bardzo poważnymi konsekwencjami dla wzrostu gospodarczego w latach 2009-2010.

Wykres 5. Roczny przyrost wybranych agregatów pieniężnych oraz zadłużenia zagranicznego polskiego sektora bankowego (w mld zł).



Uwaga.

* Roczny przyrost zobowiązań sektora bankowego wobec podmiotów zagranicznych.

**Roczny przyrost zobowiązań MIF wobec krajowego sektora niefinansowego.

***Roczny przyrost należności MIF od krajowego sektora niefinansowego.

Źródło: Ernst & Young, dane NBP.

Ponadto zostaliśmy umieszczeni – niezasłużenie – w jednym koszyku ryzyka z Węgrami, i złoty doświadczył bardzo silnej deprecjacji po pojawieniu się ryzyka bankructwa Węgier. Poniższa tabela 2 pokazuje, że wiele wskaźników stabilności Polska ma na lepszym poziomie niż Węgry, ale w czasach gdy na rynkach rządzą emocje nikt nie zwraca uwagi na szczegóły, tylko na kontury, a te wyglądają podobnie.

Tabela 2. Porównanie skali nierównowagi makroekonomicznej oraz sytuacji sektora bankowego w Polsce i na Węgrzech.

	Polska	Węgry
Sektor bankowy		
Kredyty / depozyty (dla sektora niefinansowego)	111%	133%
Kredyty walutowe / kredyty ogółem (dla sektora niefinansowego)	27%	58%
Kredyty dla sektora niefinansowego (12.2007) / PKB (2007)	36%	59%
Zadłużenie zagraniczne sektora bankowego / kredyty dla sektora niefinansowego	23%	57%
Zadłużenie zagraniczne sektora bankowego / oficjalne aktywa rezerwowe	66%	221%
Zmiana poziomu kredytów dla sektora niefinansowego (04.2004=100)	224	198

Zmiana poziomu depozytów dla sektora niefinansowego (04.2004=100)	156	160
Zadłużenie zagraniczne sektora bankowego (2Q 2004=100)	370	306
Różnica między 3 miesięcznym oprocentowaniem na rynku międzybankowym a stopą referencyjną banku centralnego (pkt proc.)	0,81	0,41
<i>Makro</i>		
Saldo rach. bież / PKB (w % - prognoza MFW na 2008 r.)	-4,7%	-5,5%
Zadłużenie zagraniczne kraju ogółem / PKB	50%	97%
Zadłużenie krótkookresowe kraju / oficjalne aktywa rezerwowe	111%	101%
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu	4,2	2,7

Źródło: Narodowy Bank Polski, Magyar Nemzeti Bank.

Dalsze działania

Sejm uchwalił ustawę o Komitecie Stabilności Finansowej⁷ (w jego skład wchodzi przedstawiciele Komisji Nadzoru Finansowego, Ministerstwa Finansów i Narodowego Banku Polskiego), który do tej pory działał na zasadzie porozumienia, co rodziło wątpliwości natury prawnej, na przykład dotyczące możliwości wymiany informacji. Ponadto Sejm podniósł gwarancje dla depozytów do 50 tys euro, czyli do nowego minimum unijnego. Narodowy Bank Polski przedstawił i uruchomił też pakiet zaufania dla banków. Jednak wiele wskazuje na to, że konieczne jest podjęcie szeregu dalszych zdecydowanych działań, aby ograniczyć negatywny wpływ globalnego kryzysu finansowego na Polską gospodarkę. Przyjęty przez Narodowy Bank Polski pakiet zaufania dla banków nie spowodował istotnej poprawy na rynku międzybankowym przez pierwsze kilka tygodni od uruchomienia i co więcej przyjęte rozwiązania raczej petryfikują obecną sytuację, czyli udrażniają kanał transakcyjny na linii bank – NBP, a nie przyczyniają się do postrzegania ryzyka pożyczania środków między bankami jako mniejszego. Wydaje się, że śladem innych krajów konieczne będzie udzielenie odpłatnych gwarancji rządowych dla transakcji międzybankowych oraz uzyskanie linii kredytowej we frankach szwajcarskich z Narodowego Banku Szwajcarii w celu zaoferowania franków krajowym bankom. Warto też na zapas przygotować inne instrumenty, które mogą być potrzebne gdyby realizował się czarny scenariusz globalnej recesji, jak na przykład stworzenie rządowi możliwości przejmowania udziałów w bankach komercyjnych lub usprawnienie ścieżki pozyskiwania zewnętrznego inwestora dla banku.

⁷ Zadania Komitetu Stabilności Finansowej można znaleźć pod adresem <http://orka.sejm.gov.pl/proc6.nsf/opisy/1071.htm>

Obecną sytuację można określić jako paradoksalną, gdy w roku, w którym banki uzyskały najlepsze wyniki finansowe w historii, jednocześnie nastąpił kryzys zaufania na rynku międzybankowym i banki przestały sobie pożyczać pieniądze, obawiając się, że nie odzyskają pieniędzy. Podczas przeprowadzonych rozmów ryzyko to precyzowano jako ryzyko „upadłej matki”, czyli istniały obawy, że w przypadku bankructwa zagranicznego banku, który jest głównym udziałowcem polskiego, może zdarzyć się, że krajowy bank nie odda środków. Czy to ryzyko jest realne czy wyimaginowane, nie ma większego znaczenia, ponieważ w czasach kryzysu liczy się przede wszystkim percepcja, a ta właśnie doprowadziła do radykalnego ograniczenia limitów dla banków wzajemnie na rynku międzybankowym i do ograniczenia handlu na rynku międzybankowym.

Prognozy banków, instytutów badawczych i międzynarodowych instytucji finansowych dostępne w październiku 2008 r. przewidują, że wzrost PKB w Polsce w 2009 roku będzie w granicach 3-4 procent, chociaż projekcja makroekonomiczna NBP wskazuje na wysokie ryzyko wzrostu poniżej 3%. Jeżeli nie zostaną podjęte szybkie działania ograniczające negatywny wpływ kryzysu finansowego na gospodarkę, szczególnie w postaci silnego ograniczenia podaży kredytu, to nie można wykluczyć, że spowolnienie wzrostu będzie jeszcze głębsze. Według autora, nie ulega żadnej wątpliwości, że najskuteczniejszą szczepionką uodparniającą Polskę na wirusa amerykańskiej „grypy” byłoby przyjęcie wiarygodnego planu wejścia do strefy euro 1 stycznia 2012 roku, o czym świadczy na przykład wyjątkowa stabilność słowackiej korony w minionych miesiącach, podczas gdy węgierski forint i polski złoty istotnie się osłabiły. Ryzyko silnej deprecjacji waluty zwiększa ryzyko makroekonomiczne kraju, może dodatkowo obniżyć skalę napływu inwestycji bezpośrednich⁸ w czasach gdy ich poziom i tak będzie dużo niższy w wyniku globalnego spowolnienia gospodarczego⁹.

Pytania na przyszłość

Na podsumowania obecnego kryzysu finansowego jest z pewnością za wcześnie. Wiele kwestii pozostaje otwartych, zaś prognozowanie sytuacji w czasach, gdy jednego dnia

⁸ Jeżeli inwestor zainwestuje 1 mld euro po kursie 3 złote, to jeżeli złoty osłabnie do 4 za euro, wartość jego inwestycji wyniesie 750 mln.

⁹ Gdy pękł bąbel internetowy na początku XXI wieku, zagraniczne inwestycje bezpośrednie w skali globalnej obniżyły się według UNCTAD z 1.4 biliona do 600 mld dolarów.

indeksy na świecie spadają o ponad 10 procent, a następnego tyle samo zyskują, jest obarczone olbrzymim ryzykiem. Dlatego na razie można raczej postawić szereg pytań:

— czy przeprowadzone nacjonalizacje w sektorze bankowym i ubezpieczeniowym posłużą rządowi do uzdrowienia tych instytucji i sprzedaży z zyskiem nowym inwestorom prywatnym, czy raczej są początkiem nowej ery, w której rola sektora publicznego w gospodarce będzie znacznie większa niż dotychczas;

— w jakim stopniu obecna presja na stworzenie nowych regulacji będzie prowadziła do powstania właściwego modelu nadzorczego nad sektorem finansowym, uwzględniającego globalizację rynków finansowych, a na ile — pod wpływem nacisków politycznych — zostaną stworzone bariery protekcjonistyczne, poważnie ograniczające globalny rozwój w kolejnych dekadach;

— w jakim stopniu obecne regulacje księgowo, w szczególności obowiązek regularnego uaktualniania wartości aktywów (tzw. *mark-to-market*) prowadzi do nasilenia niekorzystnych zjawisk w okresie boomu i krachu;

— czy obecny kryzys finansowy przyspieszy zmiany w instytucjach międzynarodowych, które odzwierciedlają układ sił XX wieku, a nie uwarunkowania XXI wieku¹⁰ (MFW, Bank Światowy, grupa G8, etc.);

— czy skala interwencji państwa w gospodarkę, która nie ma precedensu w historii, pozwoli na ograniczenie czasu trwania i głębokości recesji w wielu krajach rozwiniętych Zachodu, i czy wielobilionowa pomoc dla sektora finansowego nie wiąże się z poważnym ryzykiem inflacyjnym, gdy rozpocznie się kolejna faza globalnego ożywienia;

— czy obecny kryzys finansowy nie przyspieszy nieuchronnego procesu przesuwania się światowego centrum gospodarczego i finansów ze Stanów Zjednoczonych i Europy Zachodniej do Azji, a jeżeli tak, to czy będzie się to wiązało z dalszymi turbulencjami na rynkach finansowych (na przykład czy ograniczenie roli dolara jako globalnej waluty rezerwowej nie doprowadzi do znaczącej utraty jego wartości w kolejnej dekadzie).

¹⁰ Obszerna dyskusja tego zagadnienia została przedstawiona zawarta w: Rybiński K., Opala P., Hołda M. (2008) „Gordian knots of the 21st century”, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa, czerwiec 2008.

Pozostaje mieć nadzieję, że w możliwie niedługim czasie uda się rozstrzygnąć te dylematy i zapobiec dalszym skutkom obecnego kryzysu oraz podobnym kryzysom w przyszłości.

Autor jest partnerem w Ernst & Young, adiunktem w Szkole Głównej Handlowej i członkiem rad nadzorczych kilku instytucji finansowych. W latach 2004-2008 był wiceprezesem NBP a w latach 2007-2008 członkiem Komisji Nadzoru Finansowego. Prowadzi blog ekonomiczny www.rybinski.eu

Bibliografia

Bernanke B. (2002): "Asset-price 'bubbles' and monetary policy", speech before the New York Chapter of the National Association for Business Economics, 15 październik 2002.

Blinder A., Reis R. (2005). "Understanding the Greenspan Standard," in The Greenspan Era: Lessons for the Future, Federal Reserve Bank of Kansas City symposium, Jackson Hole, Wyoming, 25-27 sierpnia 2005.

Cecchetti S. (2003) "What the FOMC Says and Does When the Stock Market Booms", artykuł zaprezentowany na konferencji Banku Rezerw Australii Asset Prices and Monetary Policy, Sydney 18-19 sierpnia 2003.

Cecchetti S. (2006) "Measuring the Macroeconomic Risks Posed by Asset Price Booms", NBER Working Papers 12542, wrzesień 2006.

Chadha J., Sarno L., Valente G. (2004) "Monetary Policy Rules, Asset Prices, and Exchange Rates", IMF Staff Papers Vol. 51, No. 3, International Monetary Fund 2004.

Filardo A. (2004) "Monetary policy and asset price bubbles: calibrating the monetary policy trade-offs", BIS Working Papers No 155, czerwiec 2004.

Friedman B. (2006) "The Greenspan Era: Discretion, Rather Than Rules", NBER Working Paper 12118, marzec 2006.

Gruen D., Plumb M., Stone A.(2006) How Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles?, International Journal of Central Banking, December 2005.

Kohn D. (2006) "Remarks by Donald Kohn at Monetary Policy: A Journey from Theory to Practice, An ECB Colloquium held in honor of Otmar Issing", 16 marzec 2006.

Lomax R. (2006), Remarks at the Global Financial Imbalances Conference at Chattam House, London, styczeń 2006.

Meltzer A (2003) "Rational and nonrational bubbles", in W. Hunter, G. Kaufman and M. Pomerleano (eds), Asset price bubbles: the implications for monetary, regulatory, and international policies, Cambridge: MIT Press, 2003.

Narodowy Bank Polski „Raport o stabilności systemu finansowego”, czerwiec 2008.

Narodowy Bank Polski, „Przegląd stabilności systemu finansowego”, październik 2008

Posen A. (2006) "Why Central Banks Should Not Burst Bubbles", Institute for International Economics Working Paper WP 06-1, styczeń 2006.

Reinhart C., Rogoff K. (2008) „This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”, NBER Working Paper No. 13882, marzec 2008.

Roubini N. (2006) "Why Central Banks Should Burst Bubbles?", NYU Stern School of Business mimeo, styczeń 2006, zostanie opublikowany w International Finance 9 no 1 (2006)

Rybiński K. (2006) "Globalizacja a polityka pieniężna", Studia Regionalne i Lokalne, Numer 2 (24), 2006.

Rybiński K. (2007) "Globalizacja w trzech odsłonach", Difin, Warszawa, 2007