eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

e-Finanse : finansowy kwartalnik internetowy

Nr 3/2009

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

GLOBALIZATION AND EVOLVING NATURE OF FINANCIAL CRISES[1]

Brian Cognato[2], Bartlomiej Kaminski[3]

Introduction

The shift from an unprecedented period of remarkably high growth rates across almost all countries in 2001-07 to the first harmonized bust since the Great Depression of the 1930s took most observers by surprise. Popular commentary during the boom years stressed a "decoupling" of the world economy from the US, suggesting that the engine of global growth had moved to the "BRIC" (Brazil, Russia, India, and China) countries and East Asia. The crisis that began in the US in late 2007 has quietly put to rest this notion. The 21st Century boom also contributed to the development of a conviction among policy makers and some economists that we had both the expertise and tools necessary to prevent even mild economic downturns. The current crisis has proved this wrong as well: capitalism is not yet immune to the boom-bust pattern. Indeed, financial markets, the inner engine of capitalist development, are inherently prone to crises.

Three forces operating in financial markets amplify the instabilities that make controlling this process difficult. First, the rewards of taking risks under conditions of uncertainty create incentives for herd behavior, amplified by informational asymmetries. Actors mimic other actors assuming that the latter know what they are doing. For instance, banks with no international expertise lend to customers abroad simply because banks heavily involved in international transactions do so. Herds move in groups: they do so when entering markets and when withdrawing from them, exacerbating fluctuations in both directions. Second, financial institutions act on behalf of depositors. This distorts incentive structures so that money managers reap huge rewards when markets go up and depositors take the hits when they go down. This moral hazard encourages excessive risks that may be further exacerbated by the conviction of large lenders that failure would have systemic implications that a government would prevent at any price. Third, financial institutions continually create new financial vehicles designed to spread risks further and expand their capacities to provide credit. Taken together, these bubble-forming pressures are formidable, and, without regulation will drive economic activity to extremes. But not every bubble sparks a crisis, and only few have spilled over abroad. Spillovers may occur indirectly via trade, when a crisis forces a country to reduce imports and triggers new difficulties in exporters, or directly through financial linkages, the intensity and character of which determine their overall impact and may shape events beyond their immediate reach.

[1] The authors wish to thank Roberto de Beaufort from the World Bank for his excellent comments on successive versions of this paper. The usual caveat applies.
[2] Brian Cognato, B.A., was Undergraduate Teaching Assistant to Professor Kaminski during Spring Semester in 2009 and is Development Associate at the international nonprofit organization PeacePlayers International.
[3] Professor Bartlomiej Kaminski (Ph.D. and Advanced Doctoral Degree in Economics from the University of Warsaw) teaches international political economy at the University of Maryland, College Park.

Historically, the Third World Debt Crisis and East Asian Financial Crisis are examples of prior crises that have spilled across borders. On the surface, these events may not appear to have much in common with each other, or the current crisis, except for the well-known mechanisms that create bubbles in asset markets, which are always the same. However, other aspects of these crises shed light on the evolution of economic interdependence and the nature of international crises and the role played by governments in both emergence of financial bubbles and the failure to contain them. The Third World crisis revealed highly developed countries' stake in avoiding defaults on sovereign debt by developing countries and paved the way for the removal of barriers to ties among private economic actors across borders. The East Asian crisis demonstrated the danger of horizontal cross-border links among financial institutions, a defining feature of globalization, and how the absence of regulatory structures allowed financial bubbles to get far too big. The current crisis not only shows a reversal in the normal roles of developing and developed countries, originating as it did in the US banking sector, but also illustrates the cost of irresponsible economic policies in a globalized world.

The remainder of the paper is organized as follows: Section 1 discusses the Third World debt crisis, showing that government policies in both creditor and debtor countries pursued in the changing macroeconomic context provided fuel for the formation of a bubble. Section 2 looks at the East Asian financial crisis and the speed of turnaround despite huge economic welfare losses. Section 3 examines developments leading to the current crisis and provides empirical evidence that the current crisis is "made in the U.S." and has nothing to do with legendary greed or, to paraphrase Ackerlof and Schiller (2009), animal spirits. Section 4 concludes.

Third World debt crisis: government failures across the developmental divide?

Even though the context and major actors involved in the Third World Debt Crisis of the 1980s are well known, the developments leading to it are worth re-examining: the crisis both serves as a key inflection point in the evolution of global markets – the end of sovereign debt crises – and illustrates the role of governments in sparking financial bubbles. On the supply side, loose monetary policies in the developed world expanded liquidity in the banking sector. Combined with the development of new financial "technologies" underpinning the global supply of banking services, this substantially increased the capacity of bank lending. On the demand side, the changes in the distribution of current surpluses and deficits around the world triggered by the first oil shock in 1974 and amplified by the second oil shock of 1979 prompted many developing countries to tap private financial markets for current deficit financing. When the highly developed countries of the global North vigorously implemented inflation-combating reforms to stem recession in the early 1980s, exports from developing countries fell and the cost of financing their debt exploded.

The economic landscape preceding the crisis in the 1970s was marked by "stagflation" in highly developed countries, volatility in foreign exchange rates following the collapse of the Bretton Woods monetary regime in 1971, and the two oil shocks of 1974 and 1979. The oil shocks are of particular relevance because of their impact on (a) the geography of current account surpluses and deficits and (b) macroeconomic policies in highly industrialized economies. The ingredients of inflation existed in industrialized countries before the first shock, but a sudden increase in their oil bills exacerbated inflationary pressures. Their synchronized anti-inflationary measures

coincided with the second oil shock, dramatically changing the external environment for developing countries.

Very high real interest rates replaced the historically low interest rates prevalent during most of the 1970s.Throughout most of the decade, governments of highly developed countries failed to address domestic economic imbalances. Macroeconomic policies reduced their savings and investment rates, and real interest rates stayed persistently low, hovering around one percent in 1970-73 and reaching negative values in 1974-76. Moreover, high inflation rates in the U.S. exacerbated by the surge in commodity prices in world markets led to the depreciation of the dollar: a depreciating dollar made borrowing even more attractive. The environment for financial institutions was thus conducive for investment opportunities abroad. But other conditions had to develop for them to find willing borrowers.

The two oil shocks and the increase in commodity prices following the 1974 shock improved the terms of trade of net exporters and changed the distribution of current account surpluses in oil-exporters' favor. The current account deficit of oil-importing countries fell on average from 1.1 percent of GDP in 1973 to around 4 percent in 1974-75, stabilizing at around 2.0—-2.5 percent in 1976-78 before exploding in 1980-81 to around 5 percent of GDP. Except for 1974 and 1979, when they ran low current account deficits, highly developed countries remained a traditional source of surpluses. Meanwhile, net-oil exporting OPEC countries saw their aggregate surplus increase from 21.2 percent of GDP in 1973 to 51.5 percent in 1974, before falling to 15.5 percent in 1978. The second oil shock brought an improvement in their external position with their aggregate current account surplus increasing to 21.2 percent in 1979 and 32.2 percent of GDP in 1980 (WDR 1985).

The combination of inflation and exploding current account surpluses in mainly Middle Eastern oil-exporters dramatically increased liquidity in the world economy. Indeed, the amounts available for financial intermediation from OPEC and industrial country's surpluses increased from around $17 billion in 1973 to $70 billion on average in 1975-80, and fell to a paltry $4.5 billion in 1982. Oil exporters were the major source of dollar liquidity in these years with their aggregate surpluses over 1973-82 of $363 billion, or 95 percent of the total current account surpluses for industrial and OPEC countries for this period (Table 1).

Financing needs of developing countries, as captured by the size of their aggregate current account deficit, varied over time, displaying step-wise increases in response to the oil shocks and the recession in industrial countries in the early 1980s. After the first oil shock, they increased in terms of current dollars almost four times between 1975 and 1978, and subsequently grew another 50 percent by 1980. Total current account deficits of $491 billion over 1973-81 were concentrated in the last four years, coinciding with the second oil shock of 1979-80. The total over 1979-82 was $324 billion, or two-thirds of the total of current account deficits over 1973-82 (Table 1).

Table 1: Current account of selected groups of countries in 1973-82 (in billions of US dollars)

	1973	1974	1975-78 (a)	1979	1980	1981	1982	Total, 1973-82
Industrial countries	10.3	-14.6	12.1	-5.6	-38.8	3.1	1.2	18.6
Middle Eastern oil exporters	6.5	55.9	33.8	61.9	99.6	56.3	3.3	362.8
Developing countries	-9.1	-21.0	-39.5	-51.7	-68.0	-105.1	-99.2	-491.1

Note: (a) averages over 1975-78.
Source: Own *World Development Report 1985: International Capital and Economic Development*. Oxford University Press, New York, 1985, p. 33.

Western banks were particularly well placed to move surpluses from highly developed and OPEC countries to developing economies seeking to finance their current account deficits, as their lending capacities significantly increased for several reasons. First, OPEC countries invested their surpluses in highly developed countries with efficient and deep financial markets: the US and the UK absorbed around 40 percent of the cumulative OPEC surpluses initially, mainly as bank deposits (WDR 1985, p. 89).

Second, banks' lending capacities were considerably reinforced thanks to "Eurocurrency" markets, currency markets operating outside the control of domestic banking authorities. These banks could operate without restrictions such as domestic reserve requirements, which allowed for much higher profit margins. In addition, US domestic regulations perversely encouraged the development of these markets by capping the interest rates that banks could offer to domestic depositors and limiting the expansion of credits to foreign customers via the US Voluntary Foreign Credit Restraint Program of 1965. US banks responded by establishing a growing number of bank branches abroad (offshore banking centers), which became actively involved in Eurocurrency operations. Eurocurrency loans dramatically expanded between 1973 and 1982 from around $200 billion to $2.4 trillion, with about $300 billion in the form of international loans.

Third, financial innovations also made it easier for banks to effect financial intermediation. Three of them played a particularly important role in reducing banks' perception of the risks involved in international lending: a) a cross-default clause for publicly guaranteed debt provided a strong incentive to a borrower country to reschedule rather than default on its loan; b) newly-invented syndicated loans enabled banks to diversify risk and make long-term loans on the basis of short-term deposits; and c) the linking of interest rates to the current LIBOR (London Interbank Offer Rate) shifted the risk of interest rate increases to borrowers.

Thus, following the first oil shock in 1974, conditions became particularly favorable for both governments and private actors to tap private international financial markets. The absence of capital account convertibility in most developing countries and an adherence to state-led import substitution strategies, combined with a strong reluctance to allow for foreign investment inflows, turned governments into borrowers. Most had a clean credit record, as they had had no access to private financial markets since a series of sovereign defaults during the Great Depression of the 1930s. Many of them also saw their terms of trade significantly improve thanks to growing commodities prices. These developments, as Watkins notes (1986, p. 20), "… transformed many developing countries from paupers into excellent investment prospects and credit risks."

Faced with current account deficits, the governments sought to finance them through private borrowing in order to avoid cuts in domestic consumption. Not all of them had access to private markets, however. International lending was highly concentrated. Most went to middle-income developing countries with records of robust economic growth. Sovereign debt was growing, but not at rates that worried lenders shielded behind new financial instruments, although as the

decade progressed the proportion of loans with floating interest rates rose and the maturity of offered loans shortened indicating the perception of growing risk of lending.[4]

The skyrocketing prices of oil in 1979-80 and the drastic change in macroeconomic policies in highly developed countries, which—after a decade of benign neglect decided to begin fighting inflation—pushed the bubble to the edge of bursting. Foreign exchange earnings of developing countries suffered on two counts: exports earnings stagnated or fell due to decreased demand in developed countries, and the cost of debt servicing increased dramatically, pushed by much higher real interest rates. This produced a spiral of new loans with falling maturing and growing spreads over LIBOR. The bubble burst once banks refused to provide further financing to the government of Mexico in August 1982, setting into motion the herd's withdrawal from new lending to other countries as well. Several other countries, including, among others, Argentina, Brazil, Venezuela, Chile, Nigeria, Poland, Hungary, the Philippines, and Romania faced imminent crisis (Pool and Stevens, 1987, p. 63).

But this was mainly the result of developments in the world economy in the late 1970s. Consider that Argentina was running current account surpluses until 1978, but subsequently its aggregate current account deficits in 1979-82 reached almost $16 billion (Table 2). Mexico's current account deficit more than tripled from $5 billion in 1979 to $16 billion in 1981, and Brazil's deficit increased from $7 billion in 1977 to $16 billion in 1982.

Policies pursued by many of the indebted countries had made their contribution as well. The capital flight that aggravated the external position of the three largest Latin American economies—Argentina, Brazil, and Mexico, which together accounted together for more than one fifth of the total debt of developing countries —provides a very powerful illustration of their failed government policies. Capital flight can be regarded as a vote of either confidence (when the outflows are low) or no confidence (when the outflows are high) to government's macroeconomic and foreign exchange policies: capital flees from unfriendly business environments and hostile investment climates. The scope of capital flight was significant in the Third World Debt Crisis. In its absence, Argentina would have had practically no debt. Mexico's debt would have been 79 percent lower, and Brazil's 17 percent lower (Table 2).

Table 2: Salient features behind debt of three Latin American countries in 1982-83 (in billions of US dollars and percent)

	Aggregate current account, 1976-82	External debt in 1983	Capital flight 1976-82	Ratio of capital flight to external debt	Debt if no capital flight	Share in outstanding debt of developing countries
Argentina (a)	-16	25	27	110%	-2	4%
Brazil	-70	58	10	17%	48	9%
Mexico (b)	-38	67	53	79%	14	10%
Total	-124	149	90	60%	59	23%

[4] Floating interest rates as a percentage of public debt increased on average for major borrower from 18.4 percent in 1974 to 39 percent in 1979, 45 percent in 1981, 46.7 percent in 1982, and 51.2 percent in 1983 (WDR 1985).

above		

Note: (a) Since Argentina ran current account surpluses until 1978, we included only current account deficits in 1979- 82; (b) no current account data available for the period prior to 1979 for Mexico in the WDI database

Source: Own calculations based on data from Pool and Stevens (1987, p. 56), Watkins (1986, p. 8), WDR 1986, and World Bank's WDI database.

One can conclude that government failures in both creditor and debtor countries were responsible for this crisis. Clearly, banks lent money: one should not blame the messenger for a bad news.[5] Government actions created opportunities and incentives: banks simply responded to them. Creditor countries took rather a relaxed approach to macroeconomic stability seeking to absorb rising commodities prices through inflationary measures. They clearly paid a price as anti-inflation resulted in recession in the early 1980s. But so did debtor countries, as skyrocketing real interest rates and falling export earnings raised the cost of debt beyond their financial possibilities. However, instead of encouraging private investments in their economies, the governments borrowed to finance both consumption and investments. Furthermore, they often pursued policies that encouraged capital flight.

One of the most surprising consequences of the explosion of international private lending to developing countries has been a dramatic increase in interdependence between debtors and main creditor countries. The governments of creditor countries could not ignore the financial fate of highly indebted countries. They could not let them default on their sovereign debt as they did during the Great Depression, because defaults of the largest debtors would actually bring down the national financial systems of creditor countries. Banks were too exposed to foreign debt and too big for creditor governments to allow them to collapse. Debtor countries were too indebted, and the risks of a collapse of the banking sector in creditor countries too high to let them default. The shared destiny of banks and sovereign debtors became the major, albeit not the only, consideration shaping the decisions of creditor governments.

A very quick response by the US government to Mexico's plea for financial rescue in August 1982 resulted from, among other factors, the level of exposure of US banks to Latin American countries. US banks lent around $130 billion to developing countries of which more than two thirds or $86 billion were loans to Latin America (Watkins 1986, p. 6). These were huge amounts: consider that $130 million amounted in terms of the US GDP in 1982 to four percent, and the cost of massive default would go well beyond four percent of GDP because of multiplier effects.

Had even a single country out of the four major Latin American debtors (Argentina, Brazil, Mexico, and Venezuela) defaulted, then some major US banks would have to be declared insolvent by the supervisory authorities as the amounts of loan defaults would exceed capital. The default of four major debtors would have led to the closure of six out of eight major banks listed in Table 3, as their Latin American loan to capital ratios exceeded 100 percent (Table 3). These banks accounted for almost two thirds of loans to Latin America. More importantly, these were among the largest banks in the U.S.

[5] Note that the banks did not lend to poor developing countries with little prospects for sustained economic growth in the future. In their portfolio, there were no equivalents of NINJAs (no income, no job, no assets) so amply present in toxic assets responsible for the current crisis.

Table 3: Exposure of major US banks to Argentina, Brazil, Mexico, and Venezuela on December 31, 1984 (in billions of dollars and percent)

	Total exposure to four LA economies (a)	Total primary capital	Ratio of exposure to primary capital
Bank of America	7.4	6.9	107%
Citicorp	10.3	8.9	116%
Chemical	4.0	3.3	122%
Chase	6.7	5.6	120%
J.P. Morgan & Co.	4.4	4.5	97%
Manufacturers Hanover	6.7	4.4	153%
Bankers Trust	2.8	2.8	99%
First Chicago	2.3	2.3	100%
Total	44.7	38.7	115%

Source: Derived from the data in *A Review of Bank Performance*, Salomon Brothers Inc. New York, 1985, as quoted in Watkins (1986, p. 8).

Since debtor countries also wanted to avoid defaults, as these would impose huge long term costs on their economies and jeopardized access to even commercial financing for a long time, there was a confluence of interests amongst borrowers and debtors. The debt crisis management regime that emerged thereafter was based on a case-by-case approach involving a debtor country, banks, and the International Monetary Fund. The latter had a pivotal role in keeping private banks engaged by ensuring the implementation of policy measures by debtor governments that would, among other things, increase a country's capacity to service its sovereign debt.

Both debtors and creditors have drawn important lessons from the crisis. Many debtor countries overhauled their economic regimes and moved decisively towards more open economic system. They have dismantled a host of economic barriers: trade protection significantly declined and foreign direct investment was not only allowed but actively encouraged, thus setting the groundwork for globalization based on the interdependence of private economic actors across national borders extending beyond highly developed countries. Although governments would have to play a crucial role in their resolution, future financial crises would not be only about sovereign debt but about the private sector.

Financial regulators in creditor countries also learned a lesson. New regulations required geographical diversification of banks' lending, and loan reserve requirements increased. Interestingly, the requirement of diversification fueled the development of secondary markets for sovereign debt, which was subsequently used successfully in the Brady Plan of 1989 to retire the Third World debts of the 1970s.

In all, the learning process triggered by the Third World Debt Crisis has brought about important changes. Some devices that encouraged the bubble's expansion in developing countries were removed: new regulations would make impossible the repetition of financial excesses

experienced in the 1970s. Also, many debtor governments saw the Third World Debt Crisis as the result of inward-oriented economic development. They took note that other highly indebted developing countries that pursued export led growth strategies successfully weathered the downturn in the world economy in 1980-83. The result was the emulation of this strategy by a growing number of developing countries, albeit often in a new form.

But the state's withdrawal from sovereign debt by removing some economic barriers preventing direct investment across borders did not eliminate the proclivity of financial markets to produce instabilities and crises. Despite similar dynamics, the macroeconomic context and outcomes of the next crisis would be different. The East Asian Financial Crisis was the embodiment of this new stage of horizontal institutional links underpinning globalization extending beyond the developmental divide.

East Asian financial meltdown and capital account liberalization

By the early-1990s, privatization and liberalization had coalesced into a consensus approach to development typified by the ten *de rigueur* "rules" termed "The Washington Consensus" by John Williamson in 1989. Although subsequently portrayed as 'directives,' they were the summary of policy actions that Latin American policy makers found useful for reviving their economies. Combined with the fall of the Soviet Union in 1991 and the determination of many newly liberated countries to integrate into global markets, this consensus laid the groundwork for the integration of financial markets on a scale unprecedented since World War I ended the First Wave of Globalization that began in the 1860s. This set into motion forces of integration that we now know as the Second Wave of Globalization. The countries of East Asia had adopted outward-looking export-led growth strategies in the early 1960s, but they would not accept financial globalization – particularly capital account liberalization– until after the beginning of this Second Wave. That policy innovation, combined with herd behavior on a massive scale and moral hazard in the financial sector resulting from governmental failure, would produce the next crisis, known also as the East Asian Financial Meltdown.

The countries that that would be most affected by the East Asian Crisis of 1997-1998 (Indonesia, the Republic of Korea, Malaysia, the Philippines, and Thailand) shared four key characteristics prior to their collapse. First, all tied their currency to the US dollar, despite increasing economic links with Japan and the rest of East Asia. These pegs, and the foreign exchange spending that would be required to maintain them, would come to form a crucial trigger in the crisis that followed. Second, their economies were commonly classified under the general heading of "crony capitalism," practiced differently in each country but generally characterized by loose regulations and informal, traditional links between business and government. Third, all posted regular, mounting current account deficits, building an aggregate deficit of nearly $54 billion by the end of 1996, a weakness both mitigated by and caused by their fourth common characteristic, strong fundamentals and a history of recent growth. Indeed, as late as May 1996, the IMF predicted that East Asia would remain "particularly buoyant". The very strength of their track record, when combined with capital account liberalization, produced the investment bubble belied by these current account deficits.

The crisis that began in Asia in 1997 differed from the World Debt Crisis of the 1980s in several important respects: the Latin American Crisis was about macroeconomic fundamentals, the afflicted countries in East Asia demonstrated remarkably strong fundamentals; the Latin American Crisis was about states behaving badly, whereas the Asian Crisis was primarily driven

by private actors, though, as we shall see, government failure played an important role. Most importantly, the Asian Crisis emerged in the new globalized financial system created after the end of the Cold War, one structured in many ways to respond to the state failures that prompted the crisis in Latin America, but also containing new seeds of instability deriving from the spread of capital account liberalization to countries with shallow domestic financial markets. Asia was globalization's first great test. How would the deepening links of an interconnected world affect financial markets' natural tendency to create bubbles, and how would governments perform in their role as bubble regulators?

Commentators such as Joseph Stiglitz (2003: 89-123) have contended that hasty globalization, as embodied by ill-timed capital account liberalization, "… was probably the single most important cause of the crisis." Other analyses have focused on multiple equilibria situations and panic effects (Sachs and Radelet, 2000) or moral hazard (Krugman, 1998). All played a role, but capital account liberalization helped nudge the Asian economies towards crisis in two important ways. First, it greatly increased the sheer magnitude of international financial activity in the countries that would be hit hardest by the crisis (Thailand, South Korea, Indonesia, Malaysia and the Philippines). Capital inflows spiked rapidly as a result of the liberalization measures adopted by East Asian countries throughout the 1990s, themselves the result of the global consensus on integration based on free markets that emerged at the end of the Cold War. According to Sachs and Radelet (1999), net private capital inflows increased from $37.9 billion in 1991 to $97.1 billion in 1996, an increase of more than 150 percent. In and of themselves, of course, greater capital flows are not destructive – in fact, they were likely a key cause of the growth in these economies during the pre-crisis years – but this "herd" was particularly jumpy, overwhelmingly short-term.

Financial liberalization opened the door to cheaper credit as well, but not as might be expected. As governments like Thailand began to peel back interest rate ceilings at the beginning of the decade, increasing the exposure of domestic interest rates to market fluctuations, the spread between the prime-lending rate and 'fixed' deposit rates actually *increased*, probably due to inefficiencies in domestic banking sectors (Nidhiprabha, 2003, 28-30). Still, policy innovations like the creation of the Bangkok International Banking Facilities in 1993 allowed (and even incentivized via tax reductions and exemptions) Thai banks to borrow abroad in foreign currencies, with lower interest rates, for the ostensible goal of encouraging Thai banks to borrow abroad and reinvest that money abroad again. Instead, the banks sought to take advantage of the higher domestic rates, borrowing abroad and investing at home (Nidhiprabha, 2003, 34-35). The BIBF, and analogous developments in other East Asian countries, not only continued to pump investment bubbles by increasing available liquidity and decreasing the effective price of credit; they also allowed domestic actors to build precarious long-term domestic commitments on top of them.

The story regarding information asymmetry and moral hazard is both more straightforward and more controversial. The so-called "crony capitalism" practiced in East Asia before the crisis certainly played a role in its severity. Paul Krugman (1998), in his initial analysis of the crisis in Asia, actually identified the moral hazard of financial intermediaries operating with implicit government guarantees but little to no regulation as the crisis's single greatest cause, although he subsequently revised his views (Krugman, 1999). A lack of transparency as foreign exchange reserves dwindled towards zero furthermore created a perception that economies were perpetually on the brink of collapse, and, when revealed, forced "rescue operations" by actors

like the IMF and U.S. Treasury to be that much more dramatic, when gradual adjustments may have softened the shock and dissuaded speculators. In sharp contrast to the crisis in the Third World in the 1980s, governments themselves were not borrowing recklessly; they, however, were certainly implicit in the reckless borrowing of domestic private actors.

Although in 1995-96, all East Asian crisis countries ran current account deficits except for Malaysia and Thailand, they remained below the level of five percent of GDP, which is usually regarded as a level not threatening external stability (Table 4). Even more surprisingly, current account deficits did not increase significantly in 1997, when the crisis erupted. To the contrary, current account deficits fell except in Malaysia and the Philippines.

However, the U.S. Treasury and the IMF, misreading the crisis as a balance of payments crisis, prioritized correcting afflicted countries' macroeconomic ledgers with the ultimate goal of restoring confidence in their internal markets. Along with significant structural reforms, they prescribed monetary and, to a lesser extent, fiscal tightening (IMF, 2000). Though the "… IMF-supported programs were initially less successful than hoped in restoring confidence in all three countries, with capital outflows and currency depreciations continuing after the programs were introduced," they did lay the groundwork for massive current account reversals – from a combined deficit in the most affected countries of $53.8 billion in 1996 to a combined surplus of $69.8 billion in 1998 (see Table 4).

Table 4: Current account in 1995-98 (in billions of US dollars and percent)

	1995	1996	**1997**	1998	Size of a swing 1998-97
	(in billions of US dollars)				
Indonesia	-6.4	-7.7	**-4.9**	4.1	9.0
Korea, Republic of	-8.7	-23.2	**-8.4**	40.4	48.8
Malaysia	-8.6	-4.5	**-5.9**	9.5	15.5
Philippines	-2.0	-4.0	**-4.4**	1.5	5.9
Thailand	-13.6	-14.7	**-3.0**	14.2	17.3
Total	-39.3	-54.0	**-26.6**	69.8	96.4
	(in percent of GDP)				
Indonesia	-3.2	-3.4	**-2.3**	4.3	6.6
Korea, Republic of	-1.7	-4.2	**-1.6**	11.7	13.3
Malaysia	-9.7	-4.4	**-5.9**	13.2	19.1
Philippines	-2.7	-4.8	**-5.3**	2.4	7.7
Thailand	-8.1	-8.1	**-2.0**	12.7	14.7
Total	-3.7	-4.7	-2.5	10.1	12.6

Note: Annual swing equals absolute difference between values in 1998 and 1997
Source: Own calculations on the basis of data from the World Bank's WDI database.

Indeed, the most important feature of the Asian Crisis has been the speed with which the affected economies have recovered. Already by 1998 the turnaround was dramatic, with all countries moving from deficit to surplus in current accounts—a huge swing amounting to almost $100 billion and 13 percentage points of their aggregate GDP. They quickly accumulated previously depleted international reserves and were able to repay debts incurred during the crisis. Thailand repaid its loans to the IMF in 2003, a year earlier than required under its original deal. Korea repaid its debt in 2001, also ahead of schedule. Even Indonesia, slowed by political upheaval,

repaid the last of its IMF loans in 2006. These quick recoveries certainly owe something to the strong fundamentals of the crisis economies throughout the 1990s – the most appealing aspect of Sachs and Radelet's "panic" account of the crisis (2000) is that it underlines the basic soundness of the crisis-afflicted countries.

Still, recovery did not just consist of sitting back and allowing capital flows to stabilize. After the first great bubble-driven crisis of globalization burst, governments responded not by turning back the clock, but rather by seeking to improve their compatibility with global markets, and with stunning success. First, afflicted countries undertook political and economic modernization. Though the extent to which "crony capitalism" played a role in the crisis is uncertain, and evaluations of the nature of moral hazard in the crisis are on the whole "not decisive" (Desai, 2003, p. 246), the modernization of affected domestic economies is surely a positive development. In Korea, for example, the policy reaction to the crisis was a "comprehensive" set of legislation, ranging from allowing financial regulators to enforce international accounting standards to making the executives of large conglomerates ("*chaebols*") personally responsible for their companies' losses (Desai, 2003, p. 248). In Indonesia, reform took the more dramatic guise of the end of the Suharto regime. Though the scope, speed, and path of reform varied in each country, in all cases it resulted in streamlined economies that allowed domestic markets to quickly regain international trust.

Second, the affected countries committed themselves to a policy of current account surpluses and foreign exchange stockpiling, which, ironically, would turn out to be one of many contributing factors to the current global financial crisis. By 2007, the "Crisis 5" economies posted an aggregate current account surplus of over 67 percent of their combined GDP. Even non-affected countries such as China emulated this move as a hedge against future disaster. Both these responses share an important feature: rather than halting the integration of domestic economies with international markets, they seek instead to manage integration's effects. Only Malaysia implemented capital controls (with not insignificant success, it should be noted). Other economies used the logic of global integration to their benefit, making themselves more crisis-resistant by increasing the size of their own financial arsenal via global trade.

Differences in national responses notwithstanding, their common denominator was not to throw the proverbial baby of globalization out with its sometimes murky bathwater but to devise new ways of tapping economic opportunities by the current wave of globalization.

While both the Third World debt crisis and East Asian crises were caused by monetary excesses that led to a boom and an inevitable bust, the similarities end here. Changes in macroeconomic policies in highly developed countries combined with the second oil shock triggered the Third World debt crisis. Governments were borrowers and Western banks, largely operating outside national authorities' control in Eurocurrency markets, were the lenders. Policies addressing developed countries' earlier failure to control inflation created conditions that put some governments in developing countries on the brink of financial catastrophe in 1982-83 and threatened banking sectors in highly developed countries.

In contrast, the bubble that burst in the East Asian formed as an internal affair between private sectors: financial institutions mostly from highly developed countries lent money to private financial institutions in East Asia. The catalyst of the crisis was not a change in government policies but a sudden, herd-like, withdrawal of funds by Western banks and hedge funds from East Asia. While ultimately the public sector from both creditor and debtor countries had to step in to contain the crisis, the time length and nature of necessary interventions were quite different.

Furthermore, the East Asian crisis was not read as an indictment their strategies of economic development (Bhagwati, 2004, p. 200), whereas the Third World debt crisis was also a death verdict for these countries' inward-oriented development strategies.

The role reversal with a twist

The current crisis erupted not in Latin America or East Asia but in the U.S., both the largest economy in the world and the supplier of its major currency. The trigger was neither the current account deficit nor financial panic. It was the breakdown of the U.S. banking system, brought to the surface in August 2007,[6] with worldwide repercussions and effects spilling over subsequently into the real economy.

While it is a bit premature to provide a definite explanation of its sources and outcomes, three major intertwined narratives emerge: the first relates to the shifting map of current account surpluses and deficits in the world economy and increasing global financial fragility; the second to financial innovations, specifically securitization and derivatives, allowing an almost unlimited creation of credit; and the third to U.S. domestic politics. We shall argue that not out-of-control free markets but U.S. domestic policies contributed to forming the bubble.

The forces that drove global instabilities included the combination of capital account liberalization and exchange rate regimes and the spending and consumption patterns of the U.S. and several other countries in defiance of the "debt cycle" hypothesis. Instead of acting as a mature creditor, the U.S. has displayed characteristics attributable to a young debtor, whereas China, for instance, has behaved like a young creditor, albeit with a twist as its trade surpluses have been growing rather than falling and its current account surplus has risen dramatically.[7] Taken together, they have unleashed unprecedented credit expansion.

None of them alone was sufficient to produce a financial crisis, although they helped create an environment conducive to it. The combination of liberalization of capital account transactions and floating exchange rate regime has the potential to exacerbate instabilities in the presence of interest-rate differentials across countries and increase their vulnerabilities to external financial shock. High interest rates may stem from inflationary pressures and external imbalances as well as from a shallow financial system. Inflows of foreign currency into a country to take advantage of higher interest rate drive up the nominal exchange rate offering foreign investors not only the interest-rate differential but also the currency-appreciation differential. This, in turn, makes a country even more attractive for portfolio foreign investors and provides resources to finance country's current account deficits, allowing consumption to exceed domestic production of goods and services, and delaying an inevitable macroeconomic adjustment. In consequence, countries wind up with even higher imbalances than in the absence of these inflows and, thereby, become more vulnerable to a sudden reversal of these flows. Wade (2008) notes that, because of exchange rates not moving in a direction that redresses external imbalances, foreign inflows contribute to persistence of external disequilibria and "… high global financial fragility" (p. 41). But this may be sufficient to trigger a crisis in a particular country but not one on a larger scale.[8]

[6] Taylor (2009) observes that first symptoms of the financial crisis surfaced on August 9 and 10, 2007, when Interest rate spreads, such as the difference between three-month and overnight interbank loans, rose dramatically with money-market interest rates jumping to unprecedented levels.

[7] For the original discussion of debt stages, see Kindleberger (1958).

[8] For instance, Hungary, particularly negatively affected by the global financial crisis, was a 'victim' of these inflows distorting earlier adjustment to macroeconomic imbalances.

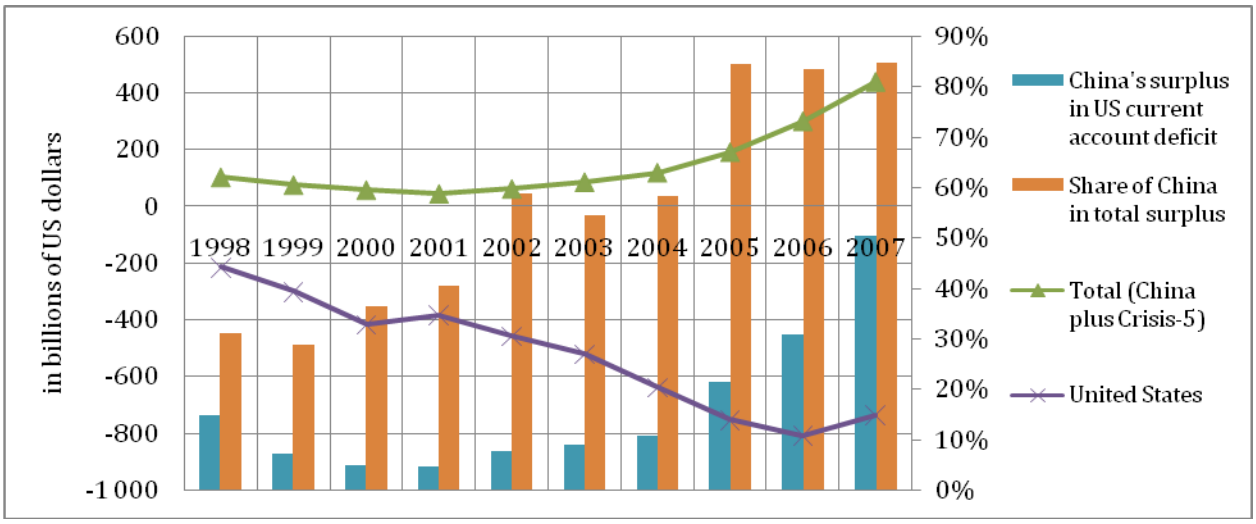
A more potent danger has come from countries running current account surpluses and fixed exchange rates combined in the case of China with capital controls, and the U.S. running increasing current account deficits. In 2004-07, the aggregate current account surplus of developing countries amounted to around $2.4 trillion. China's accumulated surpluses accounted for almost 30 percent of the total. Other large surplus countries were net oil exporters taking advantage of rapidly increasing world prices during this period. Many of them have established sovereign wealth funds with assets valued at around $2.5 trillion in 2008.

Rather than reflecting the limited absorptive capacities of these economies, the development of these current account surpluses in some of these countries, particularly those in East Asia, appears to derive from a conscious policy decision to build international reserves to dampen the volatility of international financial flows. In 1998, they began to assiduously cultivate current account surpluses and stockpile foreign exchange reserves, partially to protect against future speculative attacks and partially to satisfy contingencies attached by the IMF and U.S. Treasury to their rescue packages. They have continued these policies ever since (Figure 1).

Thus, for the countries of East Asia, the buildup of foreign exchange reserves has become accepted as not only a curative, but also a preventative, measure. Except for the Philippines in 1999-2002, other countries were running current account surpluses each year over 1998-2007. By 2007, the "Crisis 5" economies posted an aggregate current account surplus of over $ 400 billion. Non-affected countries like China, with a 2007 current account surplus of more than $370 billion, have followed suit. As an adjustment to (rather than a rejection of) globalization, this approach has proven successful, and the most affected countries have consistently posted GDP growth rates of 5 percent or more.

However, just as the Third World Debt Crisis helped solidify the consensus about the benefits of financial liberalization and privatization that ultimately produced the Asian bubble and bust, so too has this pursuit of large current account surpluses, proceeding apace with further financial innovation and integration, helped precipitate the onset of the current crisis by producing tremendous macroeconomic imbalances. By 2007, the aggregate accumulated current account surpluses of East Asia 'crisis' countries together with China amounted to almost $1.5 trillion (Figure 1). The share of China exploded from an average of 57 percent in 20002-04 to 84 percent in 2005 remaining at this level in 2006-07. The total accumulated surplus during this period of three years was $783 billion.

Figure 1: Current accounts of East 'Crisis' Countries and China against current accounts of the U.S. in 1998-2007 (in billions of US dollars and percent)



Note: Right axis: current account in billions of current US dollars. Left axis: shares in percent
Source: Own calculations on the basis of data from the World Bank's WDI database.

While China and, to a much lesser extent, the five East Asian crisis victims have been suppressing domestic consumption to generate trade surpluses – the major sources of their current account surpluses – the U.S. has been running growing current deficits since the mid-1990s. As a result, two poles have emerged in the world economy: the largest and the most developed economy, the U.S., running current account deficit increasingly with only one country, China, the largest economy in the developing world. China's current account surplus in terms of the U.S. current account deficit moved from 5 percent in 2000-01 to 50 percent in 2007. The five former 'crisis' East Asian countries had surpluses equivalent to 9 percent of the US current account deficit in 2007.

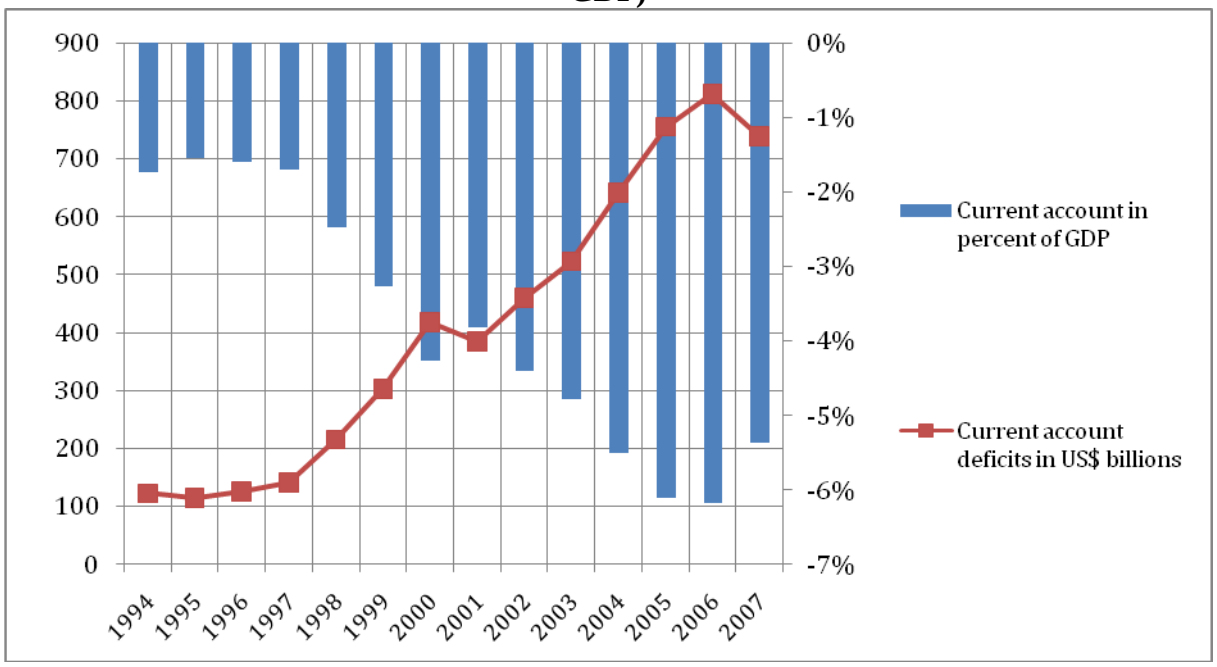
But this kind of world imbalance is not sufficient to produce a financial crisis. In fact, the current pattern is unusual only in one respect: China is a developing country. Otherwise, the 1980s witnessed a similar pattern linking the US and Japan to an even larger extent. Japan's current account surpluses in terms of US deficits were higher than that of China in a peak of 2007. On average in 1982-90, they amounted to 53 percent ranging between 65 percent in 1988 and 35 percent in 1984. Both countries heavily invested their surpluses in US financial markets and other assets. Hence, the puzzle is why the 'Chinese-US imbalance' triggered the crisis and the 'Japanese' one did not. Was there anything special about the current imbalance?

The increased supply of US dollars does not seem to provide an answer. Although the U.S. current account deficits were larger relative to the GDP in the 2000s than in the 1980s, they were not significantly larger relative to international transactions. U.S. current account deficits amounted on average to 2.9 percent of the GDP in 1984-88 as compared with 5.1 percent average in 2001-07. But considering the spectacular, in fact, unprecedented in recent times, rate of the growth of the world economy, one would expect extra amounts of US dollars pumped into the world economy providing much needed liquidity for international transactions.

Similarly puzzling is the time profile of the growth of the US current account deficit, raising doubts again about whether the evolving geography of current account surpluses and deficits provides an explanation to the current global economic crisis. The US current account deficits' time profile is characterized by two expansionary phases (1995-2000 and 2002-06). In terms of

value, the current account deficit almost quadrupled between 1995 and 2000 from $114 billion to $417 billion and only doubled in 2001-06. In terms of the GDP, it averaged 2 percent of GDP in 1994-98, increased to 3 percent in 1999, increased to an average of 4 percent in 2000-02 and 6 percent in 2005-07. Subsequently, it fell back to 5 percent, its level in 2004 (Figure 2). This raises two questions: why did the first expansionary phase that witnessed doubling of the US current account deficit in terms of the GDP fail to produce a financial crisis? Why did a twofold increase in the current account deficits in terms of the GDP and an almost four-fold increase in terms of value not produce a crisis in the 1990s, whereas a 40 percent increase in the current account deficit in terms of the GDP between 2002 and 2006 and a less than two-fold increase in the value of the US current account deficit coincided with the outburst of the financial crisis in 2006?

Figure 2: US current account deficits in 1994-2007 (in billions of dollars and percent of the GDP)



Source: Own calculations on the basis of data from the World Bank's WDI database.

World imbalances do not provide an answer to this question. This analysis suggests that we have to look for the major cause of the current financial crisis beyond the developments in the US current account deficit.[9] The two remaining candidates are a) financial innovations, the

[9] This also implies that Alan Greenspan might be right in suggesting that US current account deficits be put "far down the list" of factors responsible for the current crisis (Greenspan, 2007, p. 347).

securitization and derivatives that allowed an almost unlimited creation of credit, and b) US public policies including monetary policy. Let us turn to financial innovations first. Securitization and derivatives, in particular credit-default-swaps and collateralized debt obligations, appear to have played a major role in the increase of leveraging in the US financial sector. Their proliferation has dramatically expanded access to cheap credit, allowing the smooth financing of ventures that otherwise would never thrive. Securitization has boosted economic interdependence and investment levels by financing high risk business ventures via the distribution of risk among a wide range of investors across borders. This resulting 'democratization' of access to financial markets has been widely regarded as one of the drivers of the current wave of globalization (Friedman, 2000). But they were not the drivers of the current crisis: in fact, they have received too much blame for it.

These changes in the finance structure have dramatically exacerbated the formation of bubbles. These complex financial instruments cut contracts into smaller pieces and combine them with other 'fragmented' loans, and often then are insured against defaults, provided creditors with an (apparently) often false sense of security. Meanwhile, they create complex linkages that are difficult to trace for both regulators and financial actors themselves. In short, these powerful financial tools, based on sophisticated mathematical modeling, appeared able to absorb any uncertainties. This maximization of the complexity of financial products conceals the risks from investors (Wade, 2008, p. 31). The result is that during periods of panic, markets tend to overreact because "… the intricate web of financial connections created by securitization becomes impenetrable" (Smick, 2008, p. 45). It has become extremely difficult to tell a good asset from a bad one, as they have become mixed in the same package,[10] and their combined effect has been a dramatic increase in the potential capacity of the financial sector to create credit at less stringent terms and exposed it to large corrective swings triggered by defaults on relatively small amounts of credit.

Borrowing has become easier not only because new instruments could spread the risks across a growing numbers of investors but also because the traditional relationship between borrowers and creditors in some markets, such as housing, has changed as a result of legislation enacted in 1999 that allowed banks to act as both commercial and investment banks.[11] Banks could now also make money by transforming mortgages into a vast array of complex financial instrument sold them on financial markets. Since the link between borrower and its future financial credibility was broken, banks could offer excessively low interest rates and afford not to be particularly demanding in terms of clients' creditworthiness provided that they could hide it from credit rating agencies.

Thus, the financial structure has emerged with a huge potential for excessive leveraging, i.e., risk taking. But this was only a potential: without fuel, its potential would not be fully exploited.[12] The U.S. government, however, has supplied a 'high quality', if not an explosive, fuel through two venues: the use of incorrect policy instruments to achieve the social objective of affordable

[10] Incidentally, this explains why subprime mortgages, accounting for a tiny portion of financial transactions, could produce chaos in financial markets.

[11] The Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act repealed part of the Depression-Era Glass-Steagall Act, which banned banks from fusing these two separate financial activities. It also allowed banks to consolidate, leading to a concentration of financial services in the U.S.

[12] Note that most of new financial vehicles were developed already in the mid-1990s. For a historical account, see Tett (2009) reviewed by Freeman (2009, A17).

housing for all Americans and wrongheaded monetary policy. Their combination produced the housing bubble that led to the banking crisis subsequently that spilled over to the real economy not only in the U.S. but also worldwide.

The links between the monetary policy and social policy are as follows: low interest rates encourage house purchases, whereas their rise leads to an increase in delinquency and foreclosure rates. Similarly, increases in housing prices lead to increased demand and further increases in prices. As can be seen from data in Table 5, the prices of houses experienced double-digit growth rates in 2000-05 peaking in 2006. Subsequently, the price contracted 21 percentage points in 2007-08. Note, however, that contraction was highly uneven across the U.S. and much higher in low-income areas, exacerbating the crisis (Wray, 2008).

Table 5: Dynamics of prices of housing in 2000-08 (in thousands of US dollars and percent)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CS Composite-10 Home Price	107	120	133	151	179	209	225	215	179
Change over previous year	13%	12%	11%	13%	18%	17%	7%	-4%	-17%
Index, 2006=100	48	53	59	67	80	93	100	96	80

Source: Calculated from data in Credit Suisse. 2007. "Mortgage Liquidity du Jour: Underestimated No More." *Equity Research*. Homebuilding/ UNDERWEIGHT

Government policies have encouraged ‘mass homeownership’ through exerting direct pressures on banks to provide ‘affordable’ mortgages and shaping the market for home loans through two “government-sponsored enterprises” known as Fannie Mae and Freddie Mac, which purchased loans on the so-called secondary market. Once the original lenders sold their loans to Fannie or Freddie, the companies (or more exactly taxpayers, as we have seen) take over their risks together with monthly payments. This provides the originating bank with the funds to go back into the mortgage market (Woods Jr., 2009, p. 13-15) to serve new customers attracted by the prospect of a quick build up of equity thanks to rising prices. The prices lure new customers, which banks, now able to divest themselves of the mortgages, eagerly seek as well, prompting them to apply not "prime" standards but much lower standards. By the same token, these “subprime” or junk loans were the riskiest category of consumer lending. Subprime lending increased from $138 billion in 2000 to $665 billion in 2006, growing in 2003-04 at annual rates exceeding 30 percent (see Figure 3).

Infusion of politics into banks’ lending decisions has provided strong incentives to both reckless lending and borrowing. The Community Reinvestment Act, re-invigorated by the Clinton administration in the second half of the 1990s, exposed banks to discrimination suits if their lending to minorities would not meet ‘racial quotas.’ In addition, various activist groups organized demonstrations, making business impossible for banks until they expanded lending to

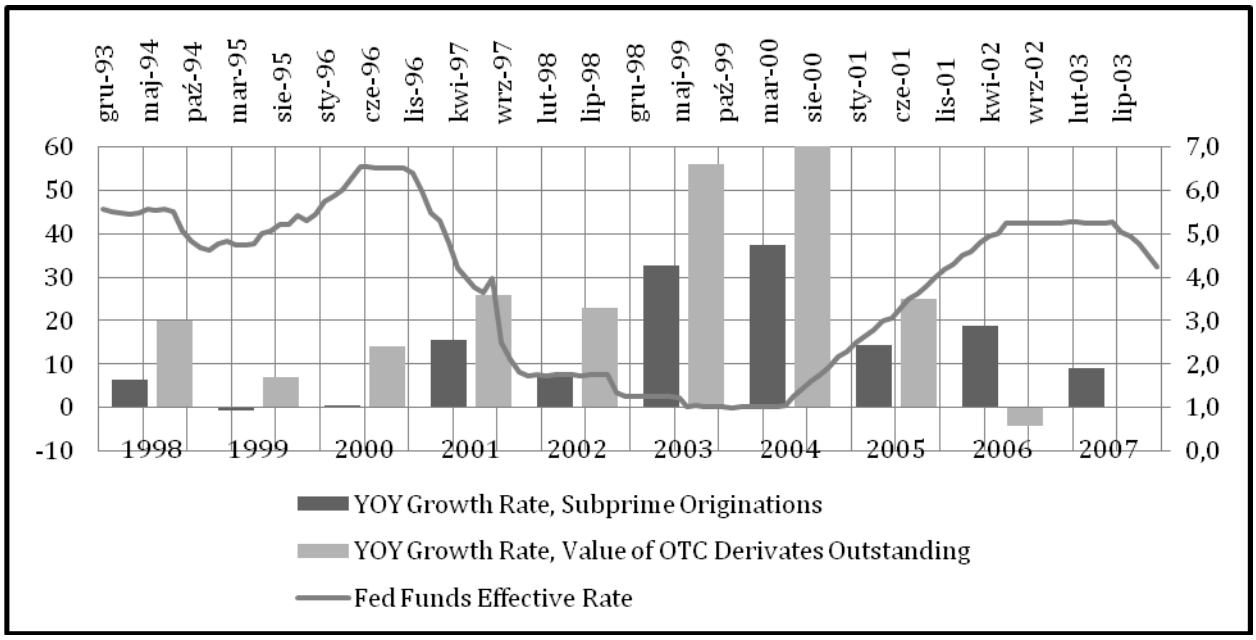
consumers who did not meet reasonable requirements. Banks, aware that they could easily sell these mortgages to government-sponsored entities, obliged and significantly lowered standards and introduced various 'teasers' to attract new customers. As long as housing prices kept growing, and they did until 2006 (see Table 5 above), the delinquency rates and foreclosure rates were falling. They rose significantly in 2007, when the prices began falling.

Monetary policy did not attempt to contain the powerful incentives stemming from the positive feed-back mechanism of financial markets and political pressures that enlisted banks to help with the government-sponsored 'home ownership' program. To the contrary, the Federal Reserve supplied the fuel, which increased the systemic risk bubble and created moral hazard on a gigantic scale (Winiecki 2009). Beginning in 2001, the Fed successively slashed interest rates down to one percent in 2003-04. As the Fed rates were falling in 2001-04, the value of subprime originations was growing: when they increased, the pace of issuing junk loans went down (see Figure 3).

The surge in housing prices, as shown in Table 5, coincided with expansionary monetary policy, which—according to Taylor (2009)—was well below monetary guidelines derived from his well-known (Taylor) formula, which can determine what good policy should be based on historical experience. The Fed has also ignored the booming performance of the U.S. and world economy and the depreciating US dollar in foreign exchange markets.

The two-fold counterargument that (a) the Fed, faced with excess liquidity generated by imbalances in the global financial system, had no other choice and (b) the Fed controls only short-term interest rates and not longer-term home mortgage rates does not stand up to scrutiny. First, Taylor, citing the IMF, points to a decline in global savings and investment as a share of the world GDP since the 1970s. Hence, there was no excess liquidity in the global system: the conclusion also supported by our earlier discussion of US current account deficits. Second, although indeed the Fed sets short term rates, the movement of these rates significantly shapes longer-term rates simply because short-dated commercial paper funds financial actors dealing in mortgage-backed securities.

Figure 3: Federal Reserve Fund's effective rates in January 1998—August 2007 and annual growth rates of OTC (over-the-counter) derivatives and subprime mortgages



Note: **Left axis**: annual growth rates; **Right axis**: the Fed effective rate
Sources: based on data derived from respective websites for Federal Reserve Board, Bank for International Settlements, and Credit Suisse. 2007. "Mortgage Liquidity du Jour: Underestimated No More." *Equity Research*. Homebuilding/ UNDERWEIGHT

Excessive liquidity, created by the Fed's rate policy, found its niche not only in subprime mortgage markets but also in highly speculative financial derivatives. As can be seen from data in Figure 3, expansion in their issuance also appears to be negatively correlated with the Fed funds effective rate: they posted the largest annual increases when the Fed held rates at one percent in 2003-04. The value of outstanding derivatives rose from $10 trillion in 2002 to $25 trillion in 2005, about twice the US GDP. The fact that Fannie Mae and Freddie Mac provided security for many of these contracts takes off some responsibility from the Fed but also shows the scale of the government failure (Shelton 2009).

The current crisis has not been the result of globalization going amok. The US stands largely alone among other world economies as it cannot claim that it has been victimized by developments beyond the control of US authorities, whereas other countries can argue that the infrastructure underpinning globalization has brought to them the crisis. The crisis is not the result of excessive liquidity generated outside the US borders. Neither is it the result of China's current account surpluses. Instead, it can be attributed to excesses of monetary policy combined with government-created incentives that encouraged reckless borrowing and lending to which financial structures dutifully adjusted, displaying impressive innovativeness.

That the US crisis has gone global testifies to the multiple linkages holding together the global economy. Financial bubbles that burst in the US have had worldwide consequences as banks and funds from other countries invested large amounts either directly in US financial markets, regarded as the deepest and most effective in the world, or through institutions exposed to US financial markets. American-generated financial instruments containing toxic assets, usually well hidden with good assets, no longer could be trusted, eroding the confidence critical to bank operations. The reluctance to engage in banking transactions deprived the real economy of credit

not only in the US but also in other countries. With the spillover of the crisis to the real economy, import demand has fallen in the US as well as in other countries.

Concluding observation

The current crisis is different than the previous crises examined here. We have the first truly global crisis, triggered by policies of the global economic hegemon, preceded by the first truly global economic boom of 2001-07. This is a truly remarkable role reversal in comparison to earlier crises where the US was in a position of a rescuer with different motives to intervene. During the Third World Debt Crisis, the US was an unwilling stakeholder during its initial stages. The exposure of the US was so deep that the default of any of a large Latin American would trigger a crisis of the US banking sector: the U.S. and Latin American debtors were in the same boat, albeit for a different reason. The private sector put the U.S. in this situation, whereas the debtors' private sector was not part of the game: governments incurred debt.

The East Asian financial crisis was the result of direct ties amongst domestic and financial actors, which, once crisis erupted, had to be rescued by countries' respective public sectors, though creditor countries' banking sectors were not significantly threatened. The emergence of horizontal ties was made possible by the removal of policy barriers to capital flows representing a significant step towards globalization. By weakening their controls at economic borders and harmonization of these controls with regimes of the developed world, developing countries and countries transitioning from centrally planning set the stage for a truly global second wave of globalization. The East Asian crisis was the first financial crisis of the second wave of globalization: it was not triggered by external disequilibrium, but by financial controls not in line with the liberalization of capital flows. In contrast to the current crisis, it was largely contained to one region, although a few emerging markets were affected by "contagion".

The current crisis represents a higher level of interdependence: the crisis of the US financial sector spread across the globe affecting most countries. The crisis can be blamed almost exclusively on US public and economic policies conducted in complete disregard of their possible global impacts. The authorities allowed for bubbles to form and the US dollar to fall in 2004-07 resulting in inflationary pressures in commodities markets. The crisis has not discriminated, although its impact has depended on the particular policies pursued. But even countries whose governments conducted sound and responsible macroeconomic policies have been victimized by the crisis "made in the USA."

It is impossible to tell whether the crisis will bring about a higher sensitivity to cross-border spillovers of domestic policies in the U.S. The two earlier crises triggered a learning process: in response to the Third World crisis, developing countries moved to outward orientation and active pursuit of integration into global markets for goods, services and capital; the East Asian crisis led to an emphasis on the development of financial regulatory structures and adherence to prudent macroeconomic policies. In the future, will the US take into account the impact of its domestic policies on other countries? Will the current crisis lead to the emergence of global structures that could discipline governments in ways similar to multilateral disciplines negotiated under the umbrella of the WTO agreements? It remains to be seen what answers the future will bring.

References

[1] Ackerlof, George A. and Robert J. Schiller. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press, Princeton, N.J.

[2] Bhagwati, Jagdish (2004). *In Defense of Globalization*. Oxford University Press, New York, 2004.

[3] Freeman, James (2009), "The Credit Crisis and Its Creation." The Wall Street Journal, May 13, 2009.

[4] Friedman, Thomas (2000). *The Lexus and Olive Tree*, Anchor Books, New York, 2000.

[5] Desai, Padma. (2003). *Financial Crisis, Contagion, and Containment.* Princeton University Press, Princeton N.J. 2003.

[6] Greenspan, Alan (2007). *The Age of Turbulence*. Penguin Press, New York, 2007.

[7] [IMF 2000] IMF Staff. 2000. "Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF." *IMF Issue Brief*. June 2000.

[8] IMF Staff. 1996. *World Economic Outlook*, IMF, Washington D.C., May 1996.

[9] Kindleberger, Charles (1958) *Economic Development*, McGraw-Hill, New York, 1958

[10] Krugman, Paul. 1998. "What Happened to Asia?" Unpublished conference paper. Japan. Available at http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html.

[11] Krugman, Paul. 1999. "The Return of Depression Economics." *Foreign Affairs* 78-1 (January/February 1999), pp. 56-74.

[12] Nidhiprabha, Bhanupong (2003). "Premature liberalization and economic crisis in Thailand." *Financial Liberalization and the Economic Crisis in Asia*. Chung H. Lee, editor. Routledge Curzon. New York, NY, 2003

[13] Radelet, Steven and Jeffrey Sachs (2000). "The Onset of the East Asian Financial Crisis," in Paul Krugman, ed., *Currency Crises*. University of Chicago Press. Chicago, IL. Pgs. 105-158.

[14] Radelet, Steven and Jeffrey Sachs (1999). "What Have We Learned, So Far, From the Asian Financial Crisis?" Harvard Institute for International Development, CAER Discussion Paper No. 37, 1997, presented at the Annual Meetings of the American Economic Association (January). Available at www.cid.harvard.edu/archive/hiid/papers/aea122.pdf.

[15] Smick, David M. (2008). *The World is Curved. Hidden Dangers to the Global Economy*. Portfolio, The Penguin Group, New York, 2008.

[16] Shelton, Judy (2009). "Loose Money and the Derivative Bubble." *The Wall Street Journal*, March 27, 2009.

[17] Stiglitz, Joseph. 2003. *Globalization and Its Discontents*. W.W. Norton & Company. New York, NY. Pgs. 89-132.

[18] Taylor, John (2009), *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Press, Stanford, CA., 2009.

[19] Tett, Gillian (2009), *Fool's Gold*. Free Press, New York, 2009.

[20] Wade, Robert (2008). "The First-World Debt Crisis of 2007-2010 in Global Perspective." *Challenge*/July-August, 2008.

[21] Watkins, Alfred J. 1986. Till Debt Do Us Part. Who wins, who loses, and who pays for the international debt crisis. University Press of America, Washington DC.

[22] Woods Jr., Timothy E. 2009. *Meltdown: A Free-Market Look at Why the Stock Market Collapsed, the Economy Tanked, and Government Bailouts Will Make Things Worse*, Regnery Publishing, Inc. Washington DC.

[23] [WDR 1985] *World Development Report 1985: International Capital and Economic Development*. Oxford University Press, New York, 1985.

[24] Winiecki, Jan (2009) "United States and Global Financial Crisis," *mimeo,* Tischner School of European Studies, Cracow, March 2009.

[25] Wray, Randall L. "Lessons from the Subprime Meltdown." *Challenge*/March-April 2008. Pgs. 40-68.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

UNITED STATES AND GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Jan Winiecki[1]

The Suggestion: *Cherchez l'Etat*!

When men quarrel for no apparent reason, Frenchmen are saying "*Cherchez la femme!*", or: "Search for a women!", who is an object of that subterranean rivalry. My suggestion is that when you see aberrations in the performance of the economy on a grand scale: "*Cherchez l'Etat!*", or: "Search for a state!". Business cycles, accelerations and decelerations, expansions and recessions, even exuberant, irrational optimism in expansions and no less irrational pessimism in recessions – all are a n o r m in a capitalist market economy.

However, a b e r r a t i o n s are another matter. Nine times out of ten they are the end result of state intrusions into the functioning of the economy. The present US and – by transmission – global financial crisis is not different as far as its causes are concerned. And, as an aside only, because I have no space to devote to this issue, so was an Asian financial crisis that took place roughly a decade earlier than the present crisis [see, *i.a.*, Winiecki, 1999].

"Flooding the Economy with Money" Or An Attempt at Banishing the Business Cycle

In 2002 Robert Barro noted the propensity of Chairman Greenspan to cut, again and again, interest rates: "*The pattern of accelerated rate cuts is worrisome because it might signal that the FED has become less committed to maintaining low inflation and more interested in attempting to forestall an economic downturn*." [Barro, 2002, p.157] and added that "*... it would be better if Greenspan remained focused on his central mission of monetary policy*" [*ibid.*, p.158].

Unfortunately, Chairman Greenspan did not. His recipe was straightforward: Russian crisis? Let's cut interest rates. Dot.com's bubble? The same. Terrorist attack on 9/11? The same. Housing bubble? The same! No matter what the cause, the cure was the same. Cutting interest rates was the answer, regardless of the question.

Alan Greenspan was not alone. There were many economists of interventionist persuasion, who were delighted by such approach to business cycle. Some of them fervently wished the recessions to be banished forever. One of the Nobel Prize winners said some years ago that inflation in the US will be at the level wished by Alan Greenspan... Consequences of drowning the economy with money to forestall a n y economic downturn were disastrous in the end.

Risk Was Not Eliminated; It Was Only Shifted on to the Economy as a Whole

What it means for the economy to be "flooded with money"? It means to have nearly unlimited access to inexpensive credit. We all remember the basic diagram from the capital theory on investment projects' selection (see Fig. 1). The level of interest rate offers a cut-off

[1] Ph.D., LL.D., Professor at Tischner School of European Studies, Cracow, and Economic adviser, WestLB Bank, Warsaw.

point, indicating which projects look profitable and may be selected for financing and which are not.
But what if the interest rate tends down to zero as a result of subsequent interest rate cuts by the central bank (here: FED)? It means that nearly all projects look (artificially) profitable; and the foregoing applies to housing as well. And, yet, interest rate cannot be kept forever near the zero level and, consequently, the quality of assets may turn out to be much lower than estimated at the beginning (that is, in the era of cheap money). Pretensions of risk elimination cannot maintained forever, either. Therefore, with rising inflation and interest rate, many investments were revealed to be failures. The risk returned with a vengeance.
Ever-expansionary monetary policy allowed investors to buy assets at low prices with the cheaply borrowed money, but did not free them from risk. Normally, businesses and households can either reduce risk (as with insuring themselves, *e.g.*, against fire and theft) or can shift risk on to those, who are better able to cope with it (as when farmers sign a forward contract with grain or corn dealer [a "speculator"]).
But such monetary policies aimed at preventing any economic slowdown not only distort the real profitability of assets. They also generate the climate of excessive propensity to risk-taking. As *The Economist* [9.08.2008] suggested, the "*speculative mentality in financial markets* ..." has emerged. *"Why not take risks if you know that central banks will intervene only in falling, not rising, markets?*" [p.12]. A moral hazard was created on a gigantic scale.
Inevitably, near-zero interest rates could not have been kept forever. With inflation, and consequently also interest rates rising, it was only a matter of time when and where the bubble will burst. For both general and specific reasons it was the housing sector and the financial assets related to that sector.

Why Housing? Why Mortgage-backed Assets? Or *Cherchez l'Etat* again ...

Before turning to the bursting of housing bubble and looking at mortgage-backed assets, let's look at banks behavior first. Were they "greedy" or were forced to lower standards in the face of the money flooding the financial markets? After all, these money flowed to banks and other financial institutions and they were supposed to earn some revenue to depositors. Therefrom came the (often frantic) search for assets. They took the risks, *i.a.*, of buying assets untested yet by the market and of unknown (varying, as it turned out) quality, and paid dearly as a result...
The most recent housing super-boom was supported not only by monetary policy flooding the economy with money. It was also an outcome of the deliberate regulatory policies of subsequent American governments, which pressured private financial firms, primarily banks, to spend a part of their money on a variety of projects benefiting "disadvantaged members of the community". To take an example, the famous (or *in*famous) Community Reinvestment Act warned banks in no uncertain terms about negative consequences of not spending a part of their money in that manner. And spending they did, at times up to 20% of their money allocated to substandard mortgages.
Consequences were, expectedly, negative, some more negative than other. Clearly with part of the money tied in low profitability/higher risk mortgage loans for low and irregular income customers (sometimes called *ninja*, from: no income, no job, no assets), other clients had to pay more or bank had to look for more profitable and therefore more risky other assets.
But the worst consequence has been a sheer volume of substandard, or even junk, assets, created in as a result of legal/political pressure. The degree of their low quality – as stressed already - remained largely unknown since the composition of mortgages backing a given security was revealed only with the dramatic increase in defaults on what has been euphemistically called *sub-prime* mortgages. This is – to a large extent – the root cause of the crisis. With banks realizing they hold assets of unknown quality, their willingness to lend to

each other declined sharply. No amount of liquidity supplied to the system by monetary and other authorities could remedy the emerging sharp deficit of trust and perception of higher risk.
The story, however, does not there. When private banks resisted further spending on substandard mortgages, politicians pressured the two "government-sponsored enterprises" (a strange beast, unknown even in welfaristic Western Europe!). Congressman Barney Frank made himself famous the world over for criticizing sharply Alan Greenspan for believing too much in the market forces. But he himself clearly believed too much in political intervention. For he was pushing Fannie Mae and Freddie Mac not only to keep insuring the lousy sub-prime mortgages, but also to increase direct mortgage lending. On top of all the mortgage mess, Fannie and Freddie bought the mortgage-backed securities as part of their portfolio...
The rest is too well known, to be repeated here. Their sudden collapse and government takeover of both became necessary – with the prospect of further enormous loan losses still to come [0.7-1.0 trillion acording to Wallison and Calomiris, 2008]. Strangely enough, the disaster took place in spite of earlier assessments that the risk of default and such takeover is "*effectively zero*" [see Stiglitz, Orszag, and Orszag, 2002].
Under normal circumstances – I submit – securities backed by the steady stream of revenues coming from the payment of mortgage installments should be seen as a very secure paper (in spite of its novelty). But these were n o t normal circumstances. In consequence, assets backed by *sub-primes* infected the portfolios of financial institutions holding those assets not only in the US but throughout the world.
One more question is worth exploring, namely: Why the world caught "American disease" so fast? In trying to answer the question, we should, I am afraid, turn again to the "search for a state" suggested by the present writer. Fannie Mae and Freddie Mac were "government-sponsored enterprises". When they needed money, the pricing of their bonds had been almost at the level of the US Treasury bonds. Eager buyers perceived there the existence of the i m p l i c i t g o v e r n m e n t g u a r a n t e e. (In that, at least, they turned out to be right – to the chagrin of American taxpayers...).

From Keynesianism to "Greenspanism": The Forgotten Lesson of 1950s-to-1970s' Period

Policies aimed at preventing recessions (or even any slowdowns) were not invented by Alan Greenspan and his circle of admirers. At this point it is worth reminding what politicians did with the original idea of John Maynard Keynes, who stressed in 1930s that capitalist market economies have problems with returning to full employment equilibrium from a deep recession. And recommended fiscal expansion as an instrument to be used in this respect.
However, politicians transformed – from 1950s onward – fiscal policy into an instrument aiming at the p r e v e n t i o n of recessions. Sounds familiar? It worked at the beginning, but the gradual disappearance of monetary illusion following an ever growing inflation made the instrument decreasingly effective. It all ended in the period of stagflation in 1970s. (or, to be more precise, in 1973-82).
Chief of the German general staff, Heinrich von Moltke, said in late XIX century that war is politics pursued by other means. Following that line of thought, "Greenspanism" is Keynesianism followed by other (monetary) means. The only difference is much weaker theoretical foundations of the former. Moreover, "Greenspanism" did not draw any lesson from the failure of unrestrained fiscalism of 1950s and 1960s. It, again, tried to banish recessions – and business cycle in consequence.
Preliminary reactions of politicians in both periods have been quite similar. In each case the reaction to failure was m o r e of t h e s a m e. Injections of the medicine had to be larger and larger. But it did not help much in 1970s and does not look promising at present.

And all the more so, since anti-recessionary measures are in conflict with the measures needed to clean the books of financial institutions. Regardless of means applied to that end, one thing is certain. Banks have to deleverage, or reduce the ratios of their credit and other engagements relative to their own capital. And that requires the reduction of the growth rate or absolute reduction of credit. But policy-makers pressure banks to increase the flow of credit to the non-financial enterprise sector and to households!

Toward Stagflation: Unpromising Prospects for the Next 5-7 Years

This author is convinced that extremely lax monetary policies and gigantic fiscal deficits will inevitably generate inflation. And inflation is always a deterrent to investment. Therefore, economic growth will be relatively low in the US and elsewhere in the West (and, in consequence, beyond).

A combination of low growth and high inflation will get reinforcement from yet another factor, little discussed in a systematic manner. Namely, from what I call mineral resource cycle. It is a long term cycle (up to 30-40 years long), which entered its high prices' phase – lasting some 8-10 years – around 2005. Before supply catches up with new, greater, demand, prices will continue to be high. A recession does not change the basic pattern; even a mild recovery brings about rapid increase in prices.

Interestingly, the combination of expansionary macroeconomic policies and additional inflationary pressures resulting from excess demand for resources (relatively to stagnant supply) is a repetition of 1970s. Incidentally, the depth of recession seems to be similar as well.

Where the 1970s and the present period differ is in the observed thrust of economic policies. Then, the Margaret Thatcher and Ronald Reagan victories augured the new era. Both were ready to wring out inflation from their respective economies and both applied strongly restrictive macroeconomic policies. Recessions ensued and inflation subsided sharply. Stability returned: economic growth accelerated, while inflation stabilized at low levels (helped, undoubtedly, by the phase of low mineral resource prices).

Now, politicians ready to use traditional stabilization measures are nowhere to be seen. Some (the Germans or the Swiss) are relatively more cautious than others (especially the Americans and the British). But most are in the Keynesian expansionary mood. What may be the consequences?

Not very pleasant, I am afraid. Then, applied restrictive measures, combined later with deregulation and lower taxes, resulted in a quarter of a century of a faster economic growth than that of other major Western economies. Now, with the dominant expansionary mood, as well as demand for more regulation and higher taxes, US and Britain may actually face – by contrast – a long period of a slower economic growth than that of other Western economies that chose to pursue more restrained policies.

A Dangerous Mood

The picture of the present financial crisis presented earlier stands in a sharp contrast with the prevalent thinking of its causes and – consequently – remedies. In the rush to criticize greedy bankers and other institutions of the financial system the prevailing mood seems to be unable to differentiate between enabling and restrictive institutions. The former help the markets to perform better, while the latter throttle initiative, entrepreneurship, and innovation. Innovations generally increase the ability to create wealth – and financial innovations are not different in this respect. Thus, necessary restraints should be applied judiciously.

Reformers (or should I have said: tinkerers?) should keep in mind the fundamentals. The capitalist market economy, based on private ownership, is the foundation of Western civilization. Its civic and political freedoms are resting on the autonomy of the economic

activity *vis-a-vis* the state. Tinkering with the fundamentals to obtain short term gains may bring about unintended – but highly undesirable – consequences.

The foregoing look at the big picture reminds me of George Shultz, businessman and politician, who has been known for saying that if things get bad enough people will do even the most obvious and sensible things. Following his reasoning I draw two tentative conclusions.

The first conclusion is that may be things did not get bad enough because we do not see the obvious and sensible things being done. The most important in the face of the financial crisis is to clean the books of the banks to reduce the risk and raise the level of trust within the global banking (and, more widely, financial) sector. And, yet, more is being said and done about politically palatable measures such as, *e.g.*, helping those who (not unexpectedly!) face problems with paying their mortgage installments.

The second conclusion is more pessimistic. Perhaps, things got bad enough, but the beliefs and, accordingly, expectations have changed and our societies and polities are psychologically unable to do the most obvious and sensible things. For example, to accept the inevitability of downturns and often absolute output decline, that is recessions. If the latter conclusion is true, then the only thing to do is to hope that the change in question is reversible.

References

[1] Barro, R., 2002, *Nothing Is Sacred*. *Economic Ideas for the New Millenium*, The MIT Press: Cambridge, Mass.

[2] Stiglitz, J., Orszag, J.M., and P.R. Orszag, Implications of the New Fannie Mae and Freddie Mac Risk-based Capital Standard, *Fannie Mae Papers*, Vol. I, Issue 2, March.

[3] Wallison, P.J., and Ch.W. Calomiris, 2008, The Last Trillion Dollar Commitmnt: The Destruction of Fannie Mae and Freddie Mac, *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute, September.

[4] Winiecki, J., 1999, So Much for Interventionist Utopias,*Wall Street Journal*, March 10.

[5] Winiecki, J., 2008, Gasoline Excise Tax Issue: Therapeutic Policies vs. Populist Policies, *Monthly Economic Review*, June.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

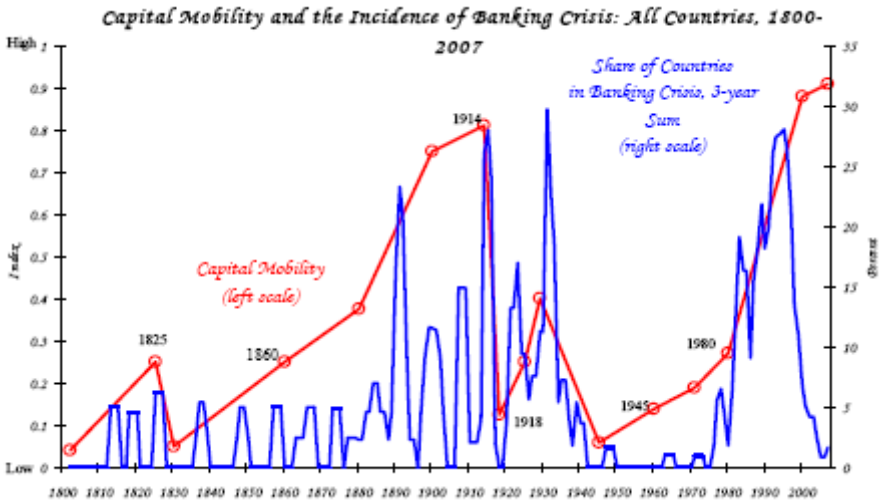
FINANSOWE INSTRUMENTY POCHODNE A PRZYCZYNY OBECNEGO KRYZYSU

Krzysztof Rybiński[1]

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 udzielą władze najbogatszych krajów świata rynkom finansowym. Banki centralne i rządy przeznaczyły na walkę z kryzysem kwoty znacznie przekraczające 10 bilionów dolarów w różnej formie (podniesienie kapitału banków i firm ubezpieczeniowych, gwarancje rządowe, wykup aktywów). Pomimo zaangażowania tak olbrzymich środków publicznych, koniunktura dalej się pogarsza i trudno jest prognozować ile czasu potrwa recesja. Chyba najbardziej przełomowym momentem w obecnym kryzysie potwierdzającym jego olbrzymią skalę, było wystąpienie Alana Greenspana w październiku 2008 roku przed Parlamentarnym Komitetem ds. Rządowego Nadzoru i Reform, w którym były szef Rezerwy Federalnej przyznał się do błędów w polityce pieniężnej i nadzorczej oraz dodał, że musi zweryfikować swoje – niezmienne od 40 lat – poglądy na wysoką zdolność sektora finansowego do samoregulacji.
Ważne wydaje się zatem wyjaśnienie, w jaki sposób przebiegał kryzys i jakie były jego przyczyny, przynajmniej te, które możemy dzisiaj zdiagnozować i zidentyfikować.
Na temat mechanizmu obecnego kryzysu powstało już wiele artykułów naukowych, 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 ten wskazuje, że z punktu widzenia podatności na kryzys, zadłużenie krajowe ma równie istotne znacznie jak zadłużenie zagraniczne kraju, oraz że duże kryzysy bankowe występowały z reguły po okresie silnej liberalizacji globalnych przepływów kapitałowych, co ilustruje wykres nr 1.

[1] Prof. SGH dr hab., Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Członek Komisji Nadzoru Finansowego 2007-2008, Wiceprezes NBP 2004-2008.

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



Źródło: Reinhart, Rogoff (2008)

Artykuł kończy się 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.
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. Te wielkości skutkowały „wysypem" prognoz wskazujących na nadchodzące załamanie kursu dolara[2]. Utrzymywanie się wysokiego deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych, finansowanego napływem kapitału z Japonii, Chin i krajów eksportujących ropę naftową, zostało określone mianem globalnych nierównowag.
Amerykańskie gospodarstwa domowe zaczęły wydawać więcej niż zarabiały, czyli miały ujemne oszczędności. 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 uzyskiwanie wysokiego dochodu z aktywów stało się trudniejsze, więc wiele instytucji zaczęło się posługiwać kredytem (w terminologii finansistów zwany *lewarem* od angielskiego *leverage*, tj. podnosić) 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%.

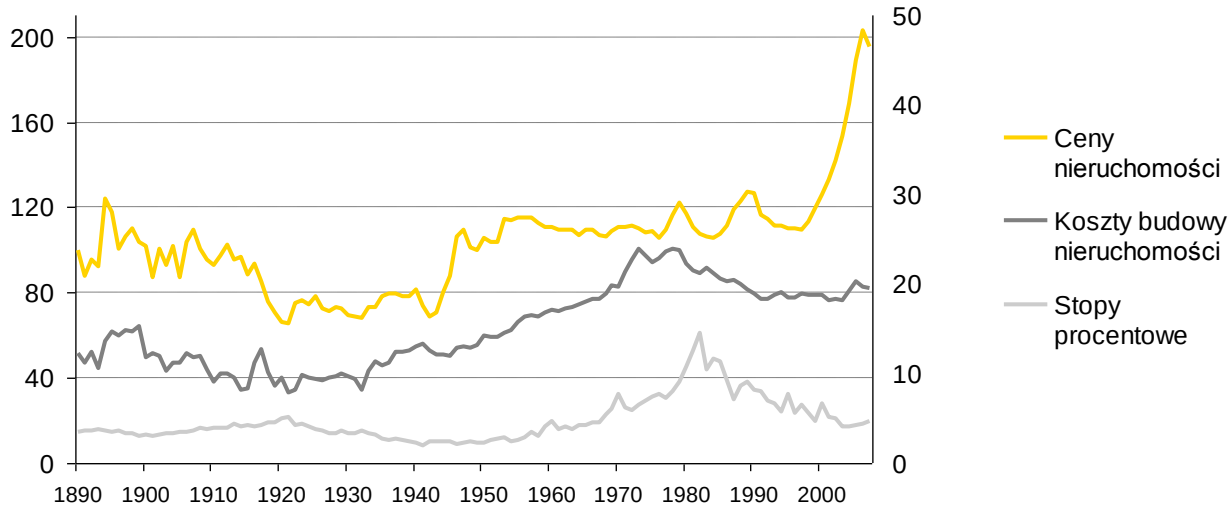
[2] Prognozy te zostały obszernie przedstawione i omówione w książce Krzysztof Rybiński, *Globalizacja w trzech odsłonach: offshoring, globalne nierównowagi, polityka pieniężna*, Difin, Warszawa 2007.

O ile posługiwanie się „lewarem" było typowe dla funduszy arbitrażowych, to dzisiaj wiemy, że największy stosunek aktywów do kapitału występował w bankach, przy czym w wielu przekraczał 30%, a w jednostkowych przypadkach przekraczał nawet 50%. Wynikało to z faktu, że banki tworzyły specjalne wehikuły finansowe, które na przykład pozyskiwały miliard dolarów od inwestorów, następnie pożyczały 14 miliardów dolarów emitując krótkoterminowe papiery wartościowe i inwestowały 15 miliardów dolarów w długoterminowe instrumenty finansowe powiązane z amerykańskim rynkiem nieruchomości. Początkowo te wehikuły finansowe nie były konsolidowane w ramach bilansów banków. Jednak gdy pojawiły się straty, to ryzyko reputacyjne zmusiło banki do udzielania gwarancji, co wymusiło włączenie aktywów i pasywów tychże wehikułów finansowych do bilansów banków. To z kolei skutkowało przekroczeniem wskaźnika aktywów nieważnych ryzykiem do kapitału, który powinien być utrzymywany poniżej poziomu 20%, żeby bank był uznany za wystarczająco dokapitalizowany.

Na skutek powszechnego stosowania praktyki „lewarowania", banki rozrosły się do monstrualnych rozmiarów. W latach 80-tych kapitalizacja banków w Stanach Zjednoczonych stanowiła około 5 % kapitalizacji giełdy, natomiast w zeszłym roku zbliżyła się do 25%. W tym okresie zyski banków w Stanach Zjednoczonych stanowiły około 10 % zysków przedsiębiorstw, w 2007 roku ten odsetek wzrósł do 40%.

Jednak rynkiem, który wykazał się najgroźniejszą nierównowagą, był rynek nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Jak przedstawiono na wykresie nr 2, przy stabilnych kosztach budowy nieruchomości ich ceny poszybowały w górę, 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 lalach 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 nie przekroczyła 700 tysięcy.

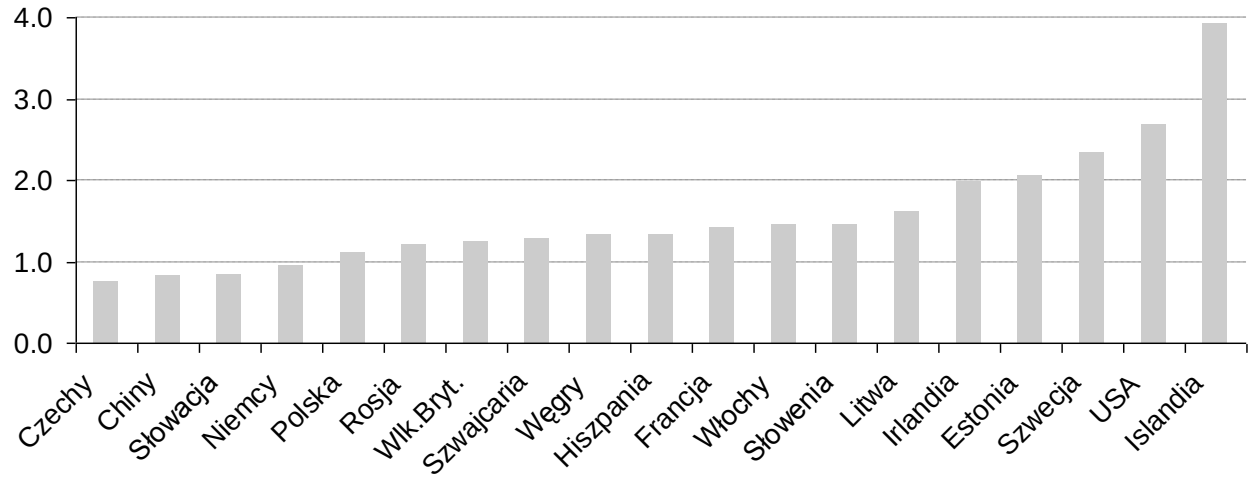
Wykres 2: Ceny nieruchomości, koszty budowy i poziom stóp procentowych (prawa oś)



Źródło: 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 „bankructwa" Islandii, Irlandii, Węgier i byłych republik bałtyckich.

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 model ten przedstawiał się następująco: pośrednik kredytowy oferował wysoki kredyt osobie o bardzo niskiej wiarygodności kredytowej (dzisiaj takie osoby nazywa się NINJA z ang. *No Job, No Income, No Assets*). Ponieważ pośrednik otrzymywał prowizję od wartości sprzedanych kredytów, starał się więc,

by kwoty kredytów były odpowiednio wysokie. 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 znikało 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. Ocenę tę wystawiały agencje ratingowe, które z definicji wiedziały o jakości portfela kredytowego mniej niż banki udzielające kredytów, pozbawione z kolei wiedzy pośrednika kredytowego o wiarygodności kredytowej swoich klientów. Ponieważ jednak niektóre agencje ratingowe czerpały ponad połowę swoich przychodów z nadawania *ratingu* instrumentom dłużnym zabezpieczonym aktywami, uwikłane były zatem w konflikt interesów i miały silną motywację 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 jak w przypadku transz o niższym *ratingu*. W dużym uproszczeniu można powiedzieć, że przy tworzeniu CDO dokonywano różnych sztuczek z wykorzystaniem zaawansowanej matematyki i statystyki, których 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, okazał się całkowicie nierealistyczny, więc i *ratingi* były oderwane od rzeczywistości. Tworzono także emisje określane jako CDO^2, których zabezpieczeniem były inne emisje CDO. Nic dziwnego, że nie tylko inwestorzy, ale także regulatorzy nie mieli pojęcia o związanej z nimi skali ryzyka, ze względu na skalę skomplikowania tych instrumentów.

Dodatkowo banki tworzyły specjalne wehikuły inwestycyjne, które nabywały te papiery finansując ich zakup emisjami krótkoterminowych papierów komercyjnych. A kiedy ceny mieszkań w Stanach Zjednoczonych 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 3 biliony dolarów. Do tego dojdą jeszcze „typowe straty" banków na skutek konieczności tworzenia rezerw na złe kredyty w warunkach recesji, która dotknie w tym roku wiele krajów.

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).

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.

Obecnie jest z pewnością za wcześnie na pełną diagnozę kryzysu. A pomimo dodatnich wyników finansowych wielu instytucji w pierwszym kwartale 2009 roku, szacunki strat stale rosną. Jeszcze pół roku temu MFW prognozował te straty na kwotę nieco ponad 1 biliona dolarów, w tej chwili szacunki mówią o kwocie powyżej 4 bilionów, chociaż wprowadzone zmiany zasad wyceny instrumentów finansowych mogą spowodować, że część z tych strat się nie ujawni, bo instrumenty te nie będą wyceniane według zasad rynkowych. Dzisiaj wiadomo, że rządy nie dopuszczą do upadku żadnej znaczącej instytucji finansowej, ale nie wiadomo jak rynki zareagują na rosnące zadłużenie krajów, które muszą pożyczyć setki miliardów dolarów, żeby podtrzymać przy życiu banki-zombie. Same Stany Zjednoczone muszą pożyczyć 2.6 biliona dolarów, czyli prawie 20% swojego PKB. Podobnie rządy wielu krajów Unii Europejskiej muszą pożyczyć ponad bilion dolarów. Nawet Niemcy, kraj o najwyższej wiarygodności kredytowej, miały kilka nieudanych aukcji obligacji rządu, bo nie było wystarczającego popytu. Nie wiadomo również, jaki będzie skutek drastycznego zwiększenia podaży pieniądza rezerwowego, bo cztery banki centralne: w Stanach Zjednoczonych, Japonii, Wielkiej Brytanii i Szwajcarii, rozpoczęły drukowanie pieniądza. Najprawdopodobniej za kilka lat będziemy mieli do czynienia nie tylko z kryzysem wiarygodności największych dłużników, ale również z wysoką globalną inflacją.

Niestety, wydaje się, że uczymy się na swoich błędach bardzo powoli, albo wcale. Rezerwa Federalna walcząc z recesją po pękniętym bąblu internetowym w 2001-2002 roku zasiała ziarno obecnego kryzysu finansowego, utrzymując stopy procentowe zbyt długo na zbyt niskim poziomie. Podobnie teraz, walcząc z recesją, prawdopodobnie wydrukujemy o wiele za dużo pieniędzy, i chociaż ograniczy to obecnie skalę recesji, to będziemy musieli się zmagać z globalną inflacją w warunkach niskiego i niestabilnego globalnego wzrostu przez kolejną dekadę lub nawet dłużej.

Literatura

[1] Bank Systemic Risk Report, FitchRatings, 21 października 2008.

[2] Brummer A. (2008): *The Crunch. The Scandal of Northern Rock and the Escalating Credit Crisis*. London, Random House Business Books, 2008.

[3] Cooper G. (2008): *The Origin of Financial Crises. Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*. Hampshire, Harriman House LTD, 2008.

[4] Kindleberger Ch. – Aliber R. (2005): *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*. John Wiley & Sons Inc., Fifth Edition, 2005.

[5] Minsky H. (2008): *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw-Hill, International Edition 2008 (pierwszy raz opublikowana w 1986 roku przez Yale University Press).

[6] Morris Ch. (2008): *The Trillion Dollar Meltdown. Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash.* New York, Perseus Books Group, 2008.

[7] Nawrot W. (2008): *Globalny kryzys finansowy. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*. Warszawa, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, 2008.

[8] Reinhart C. – Rogoff. K (2008): *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*. NBER Working Paper 13882, marzec 2008.

[9] Shiller R.J. (2008): *The New Financial Order and the Current Financial Crisis*, marzec 2008.

[10] Stern G. – Feldman R. (2004): *To Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts*. Brookings Institute Press, International Edition, 2004.

[11] Turner G. (2008): *The Credit Crunch. Housing Bubbles, Globalization and the Worldwide Economic Crisis.* London, Pluto Press, 2008.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

ZAŁAMANIE RYNKÓW PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH NA TLE GLOBALNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO

Wioletta Nawrot[1]

Streszczenie

Zanim ostatni w historii globalny kryzys finansowy istotnie osłabił sektor realny, znacząco odcisnął on swoje piętno na rynkach finansowych, w tym zarówno na sektorze bankowym oraz ubezpieczeniowym, jak również na rynkach papierów wartościowych w większości jego segmentów.

Celem artykułu jest poddanie teoretycznej analizie kanałów oddziaływania kryzysu finansowego na rynki papierów wartościowych, jak również ukazanie załamania rynków akcji, dłużnych papierów wartościowych oraz innowacyjnych instrumentów finansowych na skutek wybuchu jednego z najgroźniejszych w skutkach od lat 30. XX wieku globalnego kryzysu finansowego. W artykule poddano również analizie skutki zawirowań na rynkach papierów wartościowych dla inwestorów oraz dla emitentów papierów wartościowych.

Podjęte w artykule teoretyczne rozważania osadzone zostały w konwencji modelu kryzysów finansowych Hyman'a P. Minsky'ego (1986), który ze względu na swoją konstrukcję stanowi doskonały punkt wyjścia do interesujących nas zagadnień.

Kanały oddziaływania kryzysu finansowego na rynki papierów wartościowych

Wybuch ostatniego w historii globalnego kryzysu finansowego, jak zostało to przedstawione w dalszej części artykułu, pierwotnie wiązany jest z zaburzeniami, jakie wystąpiły na zbyt intensywnie rozwijającym się rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Biorąc powyższe pod uwagę, podjęta analiza nie powinna być prowadzona w oderwaniu od uwarunkowań i wzajemnego oddziaływania rynku finansowego i nieruchomości.

Zatem można wyróżnić kilka kanałów oddziaływania kryzysu finansowego wywołanego na skutek zaburzeń na rynku nieruchomości na rynki papierów wartościowych.

Po pierwsze należy zwrócić uwagę na ścisłe powiązania pomiędzy rynkiem papierów wartościowych a rynkiem nieruchomości. Jako że przedmiotem zainteresowania artykułu są zaburzenia na rynkach papierów wartościowych wywołane zjawiskami kryzysowymi na rynkach finansowych, istotne jest określenie charakteru teoretycznych powiązań pomiędzy rynkiem nieruchomości a rynkami papierów wartościowych.

Biorąc pod uwagę przyczyny wybuchu globalnego kryzysu finansowego, jego przebieg i skutki, odniesienie się do modelu teoretycznego kryzysów finansowych autorstwa Hymana P. Minsky'ego (1986) oraz próba osadzenia interesujących nas zależności w tradycji tego modelu wydaje się w tym przypadku ściśle uzasadniona. Teoria Minsky'ego nawiązuje bowiem do klasyków, włączając John'a Stuart'a Mill'a, Alfred'a Marshall'a, Knut'a Wicksell'a oraz Irving'a Fisher'a, którzy również, tak jak Minsky, odwoływali się do kwestii zmienności w podaży kredytu. Tak jak Fisher, Minsky przywiązywał dużą wagę do zachowania wysoko zadłużonych kredytobiorców, szczególnie tych, którzy zwiększają

[1] Doktor nauk ekonomicznych, CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych Fundacja Naukowa.

zadłużenie w celu sfinansowania inwestycji w nieruchomości, papiery wartościowe, instrumenty rynku towarowego, itp., które z kolei w krótkim okresie miały im przysporzyć korzyści finansowych. Motywem takich transakcji jest pozytywna różnica pomiędzy oczekiwaną przez kredytobiorcę stopą zwrotu z inwestycji a oprocentowaniem kredytów - w okresie silnego wzrostu cen, gdy stopa zwrotu z inwestycji przewyższa oprocentowanie kredytu, operacja taka jest opłacalna.

Hyman P. Minsky, amerykański ekonomista o keynes'owskiej tradycji, poświęcił się badaniom nad istotą zadłużenia oraz jego wpływu na procesy ekonomiczne. Istotną wartość dodaną, jaką wniósł do rozumienia zjawisk ekonomicznych jest wykazanie, w jaki sposób stabilność ekonomiczna, tak pożądana, sprzyja rosnącej i w pewnym momencie nadmiernej kreacji kredytu (w różnych formach), prowadząc po pierwsze do niestabilności systemu finansowego oraz „bańki" spekulacyjnej, a następnie, w konsekwencji – do ograniczeń kredytowych i do wzrostu wolatylności rynku, oraz, na końcu – do zahamowania wzrostu gospodarczego. „Bańka" spekulacyjna oraz nadmierna kreacja kredytu może prowadzić do kryzysu finansowego, choć sam Minsky utwierdzał nas w przekonaniu, iż takie kryzysy nie są częste, zważywszy na wydłużające się cykliczne okresy stabilności gospodarczej zakłócanej zjawiskami kryzysowymi, oraz biorąc pod uwagę rolę stabilizującą regulatorów państwowych. Minsky wskazał też na pro-cykliczne zmiany w podaży kredytu, która rośnie w okresie dynamicznego wzrostu gospodarczego oraz spada, kiedy gospodarka zwalnia. Ekonomista wyraził przekonanie, iż właśnie taki pro-cykliczny charakter podaży kredytu zwiększa prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu finansowego.

W swoich rozważaniach Minsky kompleksowo tłumaczy również uwarunkowania i mechanizmy rządzące współczesnym systemem finansowym oraz wskazuje na liczne przyczyny jego podatności na zjawiska kryzysowe. Rynek finansowy podlega dynamicznym zmianom. Obecnie nie jest to już ten sam rynek, co kilkadziesiąt lat temu, to nie jest już ten sam rynek, co zaledwie dziesięć lat temu. Rynek ten jest coraz bardziej dynamiczny, nowoczesny i „egzotyczny", a wszystko to nie sprzyja jego stabilności. Hyman P. Minsky zwrócił uwagę i rozwinął koncepcję, która z punktu widzenia rozważań podjętych w artykule wydaje się pierwszorzędna, wskazując na zmieniające się rynki finansowe oraz nadmiernie rosnące zadłużenie uczestników rynku finansowego, jak również zmiany w strukturze tego zadłużenia jako poważne wyzwanie naszych czasów.

Opublikowana w latach 80. XX w. jego praca pt. „*Stabilizing an Unstable Economy*" w początkowym okresie nie została przyjęta z wielkim entuzjazmem, podczas gdy trzy dekady później urosła do miana „biblii", jeżeli mierzyć jej sukces zainteresowaniem lub liczbą jej cytowań. Okazało się bowiem, iż rozprawa w sile argumentów i nowoczesnością rozważań wyprzedziła swoje czasy oraz okazała się prorocza, jeżeli chodzi o obecny, globalny kryzys finansowy.

Zgodnie z teorią Minsky'ego pierwszym krokiem w kierunku wystąpienia kryzysu finansowego jest pojawienie się w systemie ekonomicznym pewnego rodzaju zewnętrznego „szoku"; bazując na omawianym modelu za „szok" można uznać np. dynamiczny rozwój rynku nieruchomości. „Szok" ma istotną siłę oddziaływania na wszystkich uczestników rynku, a pośrednio również na całą gospodarkę. Wynika to z tego, że wraz ze wzrostem rynku nieruchomości rozwijają się branże powiązane z tym rynkiem: wzrost popytu na nieruchomości powoduje z jednej strony większe wykorzystanie „mocy produkcyjnych" w budownictwie oraz pokrewnych branżach oraz zwiększenie przychodów w tych branżach. Po pewnym czasie, kiedy „moce produkcyjne" nie pokrywają zgłoszonego popytu, rosną ceny nieruchomości, z kolei rosnące ceny przekładają się na rosnące zyski przedsiębiorstw działających w tych branżach, co w rezultacie przyciąga nowe firmy skłonne zainwestować w odnowienie „mocy produkcyjnych". W rezultacie omawiany „szok" prowadzi do

ponadprzeciętnego wzrostu gospodarczego (w części dochodów korporacyjnych[2]), co z kolei rozbudza optymizm wśród przedsiębiorców – poprzez wskazane kanały oraz gospodarstw domowych - poprzez rozkwit rynku pracy. Optymistyczne przewidywania co do korzystnej koniunktury gospodarczej w jeszcze większym stopniu przyciągają nowych przedsiębiorców skłonnych zainwestować w dynamicznie rozwijające się branże, a jednocześnie nowych nabywców nieruchomości. Dopóki popyt przewyższa podaż, na rynku nieruchomości rosną ceny, co z kolei sprawia, iż gospodarstwa domowe, które nosiły się z zamiarem zakupu nieruchomości, w obawie przed dalszym wzrostem cen przyśpieszają decyzję zakupu, tym bardziej, że warunki udzielenia kredytu w okresie korzystnej koniunktury gospodarczej (ze względu na wyższą zdolność kredytową, niższe ryzyko kredytowe oraz dużą konkurencję na rynku instytucji finansowych) są zachęcające. Generalnie rzecz biorąc, wzrost cen na rynku nieruchomości motywuje nabywców pierwszych swoich domów do ich zakupu celem „zabezpieczenia" się przed dalszym wzrostem cen, podczas gdy dla już posiadających swoją nieruchomość jest powszechnym narzędziem spekulacji (w tym przypadku kolejne nieruchomości mieszkalne traktowane są w charakterze aktywa inwestycyjnego). To z kolei jeszcze bardziej nakręca spiralę cen na rynku nieruchomości, aż do powstania bańki cenowej.

Intensywny rozwój rynku nieruchomości przekładający się na wzrost zysków przedsiębiorstw oraz instytucji finansowych prowadzi do wzrostu cen na rynkach papierów wartościowych, zarówno w segmencie udziałowych, jak też dłużnych papierów wartościowych. Łatwa dostępność kredytu i optymizm sprzyjają przedsięwzięciom inwestycyjnym firm, a zatem również oczekiwaniom co do generowania wyższych zysków w przyszłości. Dzięki temu rośnie zainteresowanie inwestorów zakupem papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa, co w rezultacie wywołuje wzrost ceny rynkowej tych walorów. Z kolei zainteresowanie rynku nowymi emisjami akcji sprzyja inwestycjom przedsiębiorców, co dodatkowo wzmacnia zarówno rynek nieruchomości (i pokrewnych branż) oraz rynek papierów wartościowych.

Tak jak w przypadku rynku nieruchomości, jak wskazano, wzrost cen może przyśpieszyć decyzje zakupu nieruchomości celem bądź „zabezpieczenia" się przed dalszym wzrostem cen, bądź celem wykorzystania trendu w celach spekulacyjnych, tak ze względu na typowo inwestycyjny charakter rynku papierów wartościowych mamy do czynienia ze wzrostem aspiracji spekulacyjnych inwestorów, którzy popadają w „gorączkę" zakupów w następstwie wysokich i rosnących stóp zwrotu w niedalekiej przeszłości. W takiej euforii inwestycyjnej kondycja emitentów papierów wartościowych i fundamentalna wartość ich walorów zaczyna tracić na znaczeniu, o ile znajdzie się kolejny inwestor będący w stanie zaakceptować jeszcze wyższy poziom cen na rynku papierów wartościowych.

W cykl spekulacyjny na rynku nieruchomości oraz na rynku papierów wartościowych często włączają się też banki, które walczą między sobą o utrzymanie bądź powiększenie udziału w rynku kredytowym, traktując mniej rygorystycznie standardy ostrożnościowe. Obserwując korzystną koniunkturę na rynku nieruchomości i papierów wartościowych banki zazwyczaj rozszerzają swoją ofertę produktową o kredyty z przeznaczeniem na zakup kolejnych nieruchomości lub papierów wartościowych, z zabezpieczeniem kredytu na zakupionych w ramach tego kredytu aktywów lub aktywów innego rynku. Typowe dla dzisiejszego porządku finansowego jest to, iż aktywa będące przedmiotem zabezpieczenia kredytu wyceniane są według aktualnej wartości rynkowej. Oznacza to, iż w okresie wzrostu cen na rynku nieruchomości oraz rynku papierów wartościowych rośnie również wartość zabezpieczenia kredytowego, która w fazie ekspansji jest z reguły wyższa od wartości ogółem zadłużenia kredytowego. Wzrost wartości zabezpieczenia rodzi z kolei tendencje banków do

[2] W latach 80. XX w. zyski firm stanowiły 3% PKB Stanów Zjednoczonych, pod koniec lat 90. wzrosły do 10% PKB.

proponowania swoim dotychczasowym klientom kolejnych, dodatkowych produktów kredytowych, z różnym przeznaczeniem, w tym również z przeznaczeniem na kolejny zakup nieruchomości lub papierów wartościowych. Z kolei nadmierny optymizm skłania podmioty do sięgania po kolejne transze zadłużenia celem sfinansowania kolejnych zakupów. A ponieważ na etapie euforii mamy też do czynienia z procesem „*follow-the-leader*", w spekulacyjny „wyścig" włączają się kolejni uczestnicy, ci, którzy obserwując zachowania innych uczestników rynku również chcą skorzystać z nadarzającej się okazji do zarobienia „łatwych" pieniędzy. Nie trudno sobie wyobrazić, iż środki te dodatkowo zasilając rynek nieruchomości i papierów wartościowych powodują dalszy wzrost cen. „Gorączka" spekulacyjna nie pozwala na normalne, racjonalne zachowania inwestycyjne, co powoduje, iż zarówno na rynku nieruchomości, jak również na rynku papierów wartościowych tworzy się „bańka", tym samym rośnie też ryzyko ew. jej „pęknięcia".

Intensywny rozwój rynku nieruchomości pociąga za sobą dynamiczny rozwój nie tylko rynku papierów wartościowych w jego segmencie „tradycyjnym", obejmującym m.in. akcje i obligacje przedsiębiorstw, ale również w segmencie innowacyjnych instrumentów finansowych. Po pierwsze, wraz ze wzrostem rynku nieruchomości wzrasta również rynek kredytów hipotecznych, a w rezultacie ryzyko kredytowe banków. Chcąc jednak skorzystać z korzystnej koniunktury na rynku nieruchomości banki dążą na wszelkie sposoby do zwiększenia akcji kredytowej. A ponieważ często w takich warunkach dynamika wzrostu depozytów bankowych nie dorównuje dynamice wzrostu kredytów hipotecznych (ze względu m.in. na alternatywne skierowanie oszczędności na rynki papierów wartościowych), banki decydują się na sekurytyzację, inaczej mówiąc – na emisję papierów wartościowych zabezpieczonych na portfelu udzielonych kredytów hipotecznych (ang. *mortgage-backed securities – MBS*). W drodze sprzedaży tych walorów banki pozyskują nowy kapitał, a jednocześnie możliwości udzielania nowych kredytów, ograniczając jednocześnie ryzyko kredytowe związane z portfelem kredytów hipotecznych w drodze transferu tego ryzyka na rynek papierów wartościowych. Z kolei po stronie nabywców obligacji oraz innych instrumentów o charakterze dłużnym, celem ograniczenia ryzyka kredytowego płynącego z tych instrumentów uczestnicy rynku papierów wartościowych mogą zdecydować o zakupie *credit default swaps – CDS*, czyli pewnego rodzaju ubezpieczenia ryzyka kredytowego swoich inwestycji. W ramach kontraktu CDS jego nabywcy zobowiązują się do okresowych płatności na rzecz wystawcy CDS, w zamian za wypłatę kwoty wierzytelności w przypadku jej nieściągalności. Zatem sekurytyzacja i transakcje na rynku *credit default swaps* ograniczają ryzyko kredytowe pierwotnych kredytodawców i inwestorów, co bynajmniej nie oznacza, że to ryzyko zostało z rynku wyeliminowane. Omawianych operacje prowadzą jedynie do transferu ryzyka kredytowego pomiędzy uczestnikami rynku papierów wartościowych zabezpieczonych na portfelu kredytów hipotecznych, a obok tego potęgują inny typ ryzyka – ryzyko inwestycyjne związane z instrumentami MBS oraz CDS.

Podsumowując, we współczesnym systemie finansowym rynki nieruchomości i papierów wartościowych w segmencie „tradycyjnym" oraz w segmencie „innowacyjnym" są ze sobą ściśle powiązane. Jest to dość złożony system powiązań inter- i intrarynkowych sprowadzający się do tego, że rozwój jednego z nich pociąga za sobą rozwój drugiego. Wobec powyższego, „bańka" na rynku nieruchomości często powstaje równolegle z „bańką" na rynkach papierów wartościowych i dotyczy to zarówno segmentu akcji, jak również obligacji korporacyjnych (w tym też *commercial papers*), w niemniejszym stopniu jak papierów wartościowych wystawionych na bazie kredytów hipotecznych oraz derywatyw. Zatem pęknięcie „bańki" nieruchomości może się przyczynić się do załamania rynków papierów wartościowych we wszystkich wspomnianych segmentach, ze wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami.

Kolejnym kanałem oddziaływania kryzysu finansowego na rynki papierów wartościowych jest silne powiązanie rynków papierów wartościowych z rynkiem bankowym. Instytucje finansowe z jednej strony występują w roli emitentów będących przedmiotem obrotu giełdowego akcji, wobec czego od ich kondycji, bardzo osłabionej w dobie kryzysu finansowego, uzależniona jest wycena rynkowa tych walorów, a warto zauważyć, iż wartość rynkowa akcji instytucji sektora finansowego w większości krajów odgrywa istotną rolę w kapitalizacji całego rynku giełdowego akcji. Zatem rosnące straty instytucji finansowych przekładają się na bardziej dynamiczne spadki cen na giełdzie. Obok pełnienia roli emitenta akcji, instytucje finansowe tworzą grupę inwestorów instytucjonalnych, biorących czynny udział w transakcjach rynku papierów wartościowych, wyznaczając jego trendy. Zatem kryzys finansowy, który w pierwszym rzędzie odciska swoje piętno na instytucjach finansowych, w rezultacie osłabia też rynek papierów wartościowych.

Po trzecie, kryzys finansowy negatywnie oddziaływuje i na sektor gospodarstw domowych i na sektor przedsiębiorstw, które zaciągają kredyty bankowe zwiększające konsumpcję oraz inwestycje, za sprawą czego kłopoty instytucji finansowych osłabiają perspektywy wzrostu gospodarczego w przyszłości. W warunkach kryzysu finansowego mamy do czynienia z rosnącą awersją do ryzyka, w rezultacie czego banki ograniczają akcję kredytową, jak też podnoszą ceny nowych kredytów. W teorii Minsky'ego (1986) znajduje się odniesienie do zmiany postawy banków w obliczu kryzysu, która ze skrajnie nieostrożnej z punktu widzenia ryzyka kredytowego w okresie boomu przesuwa się w kierunku nadmiernej awersji do ryzyka. Wzrost awersji do ryzyka kredytowego na rynku międzybankowym oraz w ogólnie w gospodarce pociąga za sobą spadek podaży kredytu, rosną ceny finansowania na rynku międzybankowym, nadmiernie zaostrzane są standardy udzielania kredytów, a rosnące ceny finansowania na rynku międzybankowym przekładają się na wyższe ceny kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Zatem wybuch globalnego kryzysu finansowego odcina wiele gospodarstw domowych od finansowania kredytowego, zarówno z przeznaczeniem na cele mieszkaniowe, jak również cele konsumpcyjne, oraz wiele przedsiębiorstw, odpowiednio - na cele inwestycyjne. Spadek inwestycji oraz pogarszające się wyniki działalności przedsiębiorstw, jak również blednące w warunkach kryzysowych perspektywy co do ich poprawy w najbliższej przyszłości mają stosunkowo szybkie bezpośrednie przełożenie na rynek pracy: rosnące bezrobocie oraz spadające płace, co dodatkowo wpływa na ograniczenie konsumpcji w gospodarce. Z kolei konsumpcja oraz inwestycje stanowią ważne składowe Produktu Krajowego Brutto. Z reguły giełda odpowiednio wcześniej dyskontuje pogarszające się perspektywy gospodarcze w drodze odpowiedniej korekty cen i to właśnie z tego względu w wysoko rozwiniętych gospodarkach traktowana jest jako „barometr gospodarki".

Po czwarte, w ostatnich latach dynamicznie wzrosła liczba inwestorów (oraz wartość przeprowadzanych przez nich transakcji), którzy na rynku papierów wartościowych lokują fundusze pochodzące z kredytu. O ile zwrot z inwestycji w papiery wartościowe przewyższa koszt tych funduszy (np. odsetki od kredytu), takie operacje są opłacalne, jednak w momencie pogorszenia się warunków rynkowych zadłużeni inwestorzy mogą ponieść dotkliwe straty. Dodatkowo spadek wartości inwestycji poniżej wartości kredytu udzielonego przez bank lub brokera często kończy się koniecznością sprzedaży będących w ich portfelu instrumentów, bez względu na wysokość ceny, stąd prawdopodobieństwo wystąpienia istotnych strat. Podobny efekt ma masowe wycofywanie oszczędności z funduszy inwestycyjnych i hedgingowych w konsekwencji zawirowań na rynkach papierów wartościowych; konieczność wyprzedaży przez zadłużonych inwestorów lub fundusze inwestycyjne papierów wartościowych przyśpiesza spadek cen.

Po piąte, giełdą rządzą w dużej mierze emocje, wobec czego wszelkie zjawiska kryzysowe sprzyjają wzmaganiu się paniki wśród inwestorów, przekładającej się na gwałtowną wyprzedaż papierów wartościowych, prowadzącą nawet do załamania się rynków.

Wybuch globalnego kryzysu finansowego i jego skutki w zarysie

Świat finansów w dobie globalizacji podlega nieustannym i dynamicznym zmianom. Pomimo, iż zjawiska globalizacyjne w ciągu ostatnich kilkunastu lat istotnie przybrały na sile, dynamika zmian, z jaką mieliśmy do czynienia w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy nie miała sobie równych w dotychczasowej historii rynków finansowych. Wybuch największego od czasów „Wielkiej Depresji" kryzysu finansowego wstrząsnął fundamentami światowych finansów z ogromną siłą, pociągając za sobą nie tylko załamanie rynków finansowych, ale również osłabienie aktywności gospodarczej wielu krajów wysoko rozwiniętych, skutkujące ich wstąpieniem w fazę recesji gospodarczej. Kryzys finansowy przełożył się również na pogorszenie sytuacji gospodarczej *emerging markets*, szczególnie tych nadmiernie uzależnionych od kredytów z międzynarodowych instytucji finansowych bądź od eksportu do krajów, które pogrążyły się w recesji[3].

Przyczyny wybuchu globalnego kryzysu finansowego w pierwszej dekadzie XXI wieku są dużo bardziej złożone, niż w przypadku innych kryzysów finansowych, w tym najpoważniejszego w skutkach kryzysu finansowego lat 30. XX wieku. Czynnikiem inicjującym kryzys, zwanym w wielu teoriach ekonomicznych „szokiem", był dynamiczny rozwój rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, który doprowadził do intensywnego wzrostu cen domów w stosunkowo krótkim czasie. Pęknięcie „bańki" na rynku nieruchomości w USA przyczyniło się do wybuchu kryzysu finansowego wzmagającego turbulencje najpierw w sektorze finansowym, a później w gospodarce. Po USA kryzys przeniósł się początkowo na inne rynki wysoko rozwinięte, po czym opanował cały świat.

Istnieje kilka czynników sprzyjających powstaniu „bańki" na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, a następnie prowadzących do jej pęknięcia. Otóż wysoka, ponadprzeciętna, dynamika wzrostu cen nieruchomości w USA w pierwszych latach XXI w. nie byłaby możliwa, gdyby nie sprzyjające warunki makroekonomiczne, w tym przede wszystkim niskie i spadające do 2003 roku stopy procentowe, w ujęciu realnym - osiągające nawet ujemne wartości. Niski poziom stóp procentowych, innymi słowy tani pieniądz, przełożył się na większą dostępność kredytu dla gospodarstw domowych, a w rezultacie dynamiczny wzrost popytu na nieruchomości. Po stronie kredytodawców, większa podaż kredytu była dodatkowo efektem dążenia do maksymalizacji zysku, a więc również zaciętej konkurencji na rynku bankowym i rosnącej skłonności do akceptacji ryzyka, czemu sprzyjały dobre warunki makroekonomiczne. Zaostrzona konkurencja na rynku oraz dążenie do generowania wciąż wysokich zysków doprowadziło do ekspansji sektora instytucji kredytowych w kierunku zagospodarowania ryzykownej niszy rynkowej *subprime mortgages*. Z kolei nadmierna eksploatacja tego segmentu przyczyniła się kilka lat później do wzrostu stopy kredytów zagrożonych w systemie finansowym, spowodowanego licznymi czynnikami, w tym m.in. cyklem podwyżek stóp procentowych w USA zapoczątkowanym w 2004 roku. Do tego należy dodać, iż w połowie lat 90. XX wieku wprowadzono zmiany w amerykańskim prawie, pozwalające na sekurytyzację portfeli kredytów udzielonych w ryzykownym segmencie hipotecznym *subprime*, co pozwoliło na ekspansję ryzykownych instrumentów finansowych na niespotykaną dotychczas skalę. W wyniku rozkwitu rynku nieruchomości, w szczególności jego najbardziej ryzykownego segmentu, rozwinął się zatem rynek innowacyjnych instrumentów finansowych wyemitowanych w oparciu o kredyty udzielone w segmencie

[3] Szerzej na ten temat: Nawrot W. (2008), Globalny kryzys finansowy. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy. Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa.

subprime, który zaczął ewoluować w kierunku coraz to bardziej złożonych i nietransparentnych struktur, w których ryzyko, jak się później okazało, było niedoszacowane przez agencje ratingowe.

Początek słabnącej koniunktury na amerykańskim rynku nieruchomości przypadł już na koniec 2005 roku, tj. kilkanaście miesięcy przed tym, jak rynki finansowe obiegły informacje o pierwszych problemach instytucji finansowych związanych z ich ekspozycją na *subprime mortgages*. Osłabienie koniunktury na rynku nieruchomości w USA należy wiązać przede wszystkim ze zmianą nastawienia FED, który do 2003 roku luzował politykę pieniężną w celu zniwelowania negatywnego wpływu pęknięcia „bańki" internetowej oraz ataków terrorystycznych 11 września 2001 na gospodarkę. W obliczu wzrostu presji inflacyjnej, w 2004 roku bank centralny USA zacieśnił kurs, dokonując znaczących podwyżek stóp procentowych w kolejnych kilku latach.

Zanim doszło do wybuchu globalnego kryzysu finansowego, przez wiele miesięcy na rynek finansowy napływały liczne niepokojące sygnały. Tak, jak wyhamowanie rynku nieruchomości w USA pod koniec 2005 roku oraz w 2006 roku, uznawane wówczas za tymczasowe, nie rodziło nadmiernych obaw rynków finansowych, tak wydarzenia początku 2007 roku przyciągnęły uwagę wszystkich uczestników rynku. Otóż w lutym 2007 roku trzeci co do wielkości w świecie bank – HSBC ogłosił niższe od oczekiwanych wyniki finansowe, ze względu na wzrost udziału kredytów zagrożonych. Wartość kredytów zagrożonych okazała się pięciokrotnie wyższa, niż przewidywali analitycy ze względu na nadmierną ekspozycję HSBC na kredyty udzielone w segmencie *subprime mortgages*. Niższe od oczekiwanych wyniki finansowe HSBC zbiegły się w czasie ze słabszymi wynikami kolejnego głównego w USA kredytodawcy w segmencie ryzykownych kredytów hipotecznych - New Century Financial spowodowanymi wzrostem kredytów zagrożonych, który de facto dwa miesiące później ogłosił upadłość. Po ogłoszeniu wyników HSBC ceny akcji banku spadły o 25 procent, a zła passa dotknęła również inne instytucje finansowe, których akcje zaczęły dynamicznie tracić na wartości, m.in. JPMorgan, Lehman Brothers, Wells Fargo oraz kredytodawców w segmencie subprime: American Home Mortgage Investments oraz Accredited Home Lenders. W marcu 2007 roku ukazał się też raport opracowany przez *Mortgage Bankers Association*, wskazujący na gwałtowny wzrost zagrożenia kryzysowego amerykańskiego rynku *subprime mortgages*. Informacja ta wprowadziła spore zamieszanie na rynkach papierów wartościowych, jednak siłą trendu wzrostowego rynki akcji zaczęły odrabiać straty. Jeszcze wówczas nie znano rozmiarów zagrożenia, a jednocześnie nie przypuszczano, że najbardziej renomowane instytucje finansowe mogą mieć tak dużą ekspozycję na ryzykowne papiery wartościowe wystawione w oparciu o segment kredytów o najniższych standardach. Od tego czasu jednak w mniejszym lub w większym stopniu rynki nękane były niepokojącymi informacjami, jednak nikt nie podejrzewał, iż stanowią one zapowiedź głębszego załamania rynków finansowych.

Kolejna poważna fala alarmujących informacji uderzyła latem 2007 r. W czerwcu rynek obiegła wiadomość, iż dwa należące do banku Bear Stearns fundusze hedgingowe, inwestujące w większości w instrumenty powiązane z kredytami hipotecznymi, w tym w szczególności w segmencie *subprime mortgages*, mają problemy finansowe do tego stopnia poważne, iż nie są w stanie uzupełnić depozytu zabezpieczającego (ang. *margin call*). Obydwa fundusze były silnie lewarowane (w stosunku 17:1), co oznaczało, iż każdy ruch w cenach instrumentów w przeciwnym do obstawianego przez te fundusze kierunku przynosił dla funduszy istotne straty. W takich warunkach Bear Stearns, macierzysty bank funduszy, który jednak technicznie rzecz biorąc prawnie nie odpowiadał za zobowiązania tych funduszy, otworzył jednemu z tych funduszy linię kredytową o wartości 3,2 mld USD, drugiemu natomiast pozwolił upaść (inwestorzy odzyskali bardzo niewiele z 1,5 mld USD funduszy powierzonych funduszowi). W odsłonie tego wydarzenia świat finansów

uzmysłowił sobie zagrożenia płynące z niezwykle ryzykownego segmentu *subprime mortgages* oraz z segmentu zbudowanych w oparciu o *subprime* instrumentów finansowych, jak również o zasięgu i sile tych zagrożeń. Jednak szef FED, Ben Bernanke, wraz z innymi urzędnikami administracji państwowej zapewniał publicznie, że problemy w segmencie *subprime mortgages* nie są duże, a potencjalne straty tego rynku szacował na nie więcej niż 100 mld USD.

W sierpniu 2007 roku fundamenty rynków finansowych zachwiały się po tym, jak na rynek zaczęły napływać nowe niepokojące sygnały. Szokiem dla rynku było złożenie przez bank Bear Stearns wniosku o ochronę przed wierzycielami dla dwóch swoich funduszy z nadmierną ekspozycją na rynek *subprime mortgages*, w tym w zakresie ubezpieczenia ryzyka kredytowego tego segmentu, jak również wstrzymanie wypłaty środków dla klientów trzeciego funduszu. Jednym z tych funduszy był fundusz hedgingowy, któremu Bear Stearns zaledwie dwa miesiące wcześniej postawił do dyspozycji linię kredytową w wysokości 3,2 mld USD.

Rynek przekonał się o tym, że ekspozycja na segment *subprime* nie ogranicza się tylko do instytucji działających na rynku amerykańskim niedługo później, po tym jak światło dzienne ujrzały problemy niemieckich banków oraz francuskich funduszy inwestycyjnych. Otóż w sierpniu 2007 roku trzy niemieckie banki odkryły przed rynkiem finansowym poważne problemy nadmiernej ekspozycji kapitałowej na amerykański rynek *subprime mortgages*. Zważywszy na straty na instrumentach zbudowanych w oparciu o najbardziej ryzykowny segment kredytu hipotecznego w Stanach Zjednoczonych, IKB Deutsche Industriebank, Sachsem LB oraz West LB stanęły na progu upadłości. W obawie przed rozprzestrzenieniem się problemów w niemieckim systemie bankowym, władze państwowe wystąpiły z inicjatywą utworzenia przez konsorcjum banków funduszu ratunkowego dla osłabionych załamaniem amerykańskiego rynku *subprime* instytucji. W taki sposób uruchomiono w pośpiesznym trybie fundusz o wartości 3,5 mld EUR ufundowany przez konsorcjum z Deutsche Bank na czele, organizowane przez Bundesbank oraz państwowy bank KfW Group Development Bank. Zawirowania w niemieckim systemie finansowym wydały się dla świata finansów tym bardziej zaskakujące, że cały niemiecki system gospodarczy oparty na bankach postrzegano jako bardziej konserwatywny od angloamerykańskiego systemu opartego na giełdzie papierów wartościowych. Okazało się natomiast, jak oszacowano, iż zaangażowanie niemieckich banków w „śmieciowe" papiery wartościowe przekroczyło 60 mld EUR. W obliczu tych wydarzeń niemiecki regulator stwierdził, iż jego kraj zmierza w kierunku najpoważniejszego od przeszło 70 lat kryzysu bankowego.

W sierpniu 2007 wyszło również na jaw, iż trzy należące do renomowanego francuskiego banku BNP Paribas i warte 2 mld euro fundusze inwestycyjne: Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS Eonia oraz BNP Paribas ABS Euribor, ulokowały 700 milionów euro, czyli trzydzieści procent portfela inwestycyjnego, w instrumenty zbudowane w oparciu o amerykański *subprime mortgages*. Jeszcze bardziej niepokojące było to, iż nie było możliwości wyceny tej części portfela, która bazowała na amerykańskich papierach (pomimo tego, iż posiadały one ratingi od A do AAA), bowiem obrót tymi instrumentami zamarł, wobec czego zdecydowano o zawieszeniu wypłat z funduszy.

Informacja o zawieszeniu działalności funduszy obiegła świat w niezwykłym tempie przekładając się natychmiast na spadki na wszystkich światowych giełdach oraz dużą wolatylność cen papierów wartościowych. W takiej sytuacji oraz w perspektywie przewidywanych krótko- i długoterminowych konsekwencji zawirowań na rynkach finansowych, Rezerwa Federalna oraz Europejski Bank Centralny zdecydowały się na działania interwencyjne. Poprzez miliardowe wydatki mające na celu przywrócenie płynności rynku, regulatorzy rynku liczyli na złagodzenie konsekwencji załamania się *subprime mortgages* i tym samym na zapobieżenie rozprzestrzenianiu się zjawisk kryzysowych na

kolejne instytucje finansowe, kolejne segmenty rynku i kolejne kraje. Duża część funduszy wprowadzona została do systemu w drodze tzw. „*repo*", (ang. *repurchase agrement*) – pożyczek krótkoterminowych udzielanych w zamian za papiery wartościowe[4]. Po rozmiarach akcji „*repo*", w której FED udzielał pożyczek akceptując w zamian papiery wartościowe wystawione w oparciu o kredyty hipoteczne, można było się przekonać o skali problemu *subprime*, a jednocześnie o tym, iż interwencja sierpniowa nie zaspokoiła potrzeb popadającego w coraz większe problemy rynku finansowego. Podejście Bank of England do wydarzeń z lata 2007 roku było inne, niż podejście banku centralnego UE oraz USA. Nie tylko bank centralny Anglii nie zdecydował się na pompowanie funduszy do systemu w sierpniu 2007 roku, ale nawet postanowił karać banki, które dopuściły do niewypełnienia wymogów płynnościowych. Takie banki mogły się zwrócić z prośbą o pomoc do banku centralnego, natomiast koszt tych funduszy był o jeden punkt procentowy (kary) wyższy niż oficjalne stopy Bank of England. Decyzja Banku Anglii, który jeszcze wówczas nie był świadom problemów brytyjskiego sektora bankowego, o takiej formie „interwencji" motywowana była chęcią nie dopuszczenia do działań szerzących „*moral hazard*", z drugiej strony nie przyczyniła się do uspokojenia rynków finansowych.

W takich warunkach rynkowych dojrzewały problemy banku Northern Rock, jednego z największych kredytodawców hipotecznych w Wielkiej Brytanii, w konsekwencji których stanął on na progu upadłości, a następnie został znacjonalizowany, pomimo tego, że nie miał ekspozycji na amerykański *subprime mortgages*. W okresie zawirowań na rynkach finansowych nadmiernie uzależniony od krótkoterminowego finansowania płynącego z rynku międzybankowego (70 procent ogółu źródeł finansowania), które praktycznie zostało zamrożone ze względu na brak zaufania wynikający z tego, iż banki podejrzewały inne banki o ekspozycję na *subprime*, Northern Rock borykał się z poważnymi trudnościami w finansowaniu swojej działalności kredytowej. Bankowi nie pomogły nawet interwencje Europejskiego Banku Centralnego, mające przywrócić płynność rynku międzybankowego i w rezultacie nieudanych prób przywrócenia ciągłego dopływu funduszy musiał zapłacić za przyjęty model business'owy, oparty na nadmiernym finansowaniu z rynku międzybankowego.

Northern Rock okazał się pierwszą ofiarą zawirowań na rynku finansowym i utwierdził rynek w przekonaniu, iż rozwój wydarzeń nie idzie w dobrym kierunku. Z jednej strony zastrzyk pieniądza do systemu uspokoił nieco rynek, z drugiej strony rodziły się coraz to nowe obawy o ekspozycję poszczególnych instytucji na najbardziej ryzykowny segment kredytów hipotecznych, co z kolei utrzymywało nieufność na rynku międzybankowym. Rynek w oczekiwaniu na kolejne kwartalne raportowanie wyników finansowych instytucji finansowych w coraz większym stopniu spekulował na temat konieczności spisywania strat dotyczących operacji eksponowanych na *subprime mortgages*. Ekspozycja poszczególnych banków na ryzykowny segment hipoteczny przeszła wyobrażenia nawet największych pesymistów rynku, tak, że tylko do końca 2007 roku instytucje finansowe musiały dokonać odpisów na kwotę 150 mld USD, i na tym miało się nie skończyć. Liderami strat z tytułu ekspozycji na *subprime mortgages* okazały się trzy z największych i najbardziej renomowanych banków: Merrill Lynch, Citibank oraz UBS.

Poważne problemy, z jakimi przyszło się zmierzyć globalnemu rynkowi finansowemu nie skończyły się na kłopotach z płynnością Northern Rock oraz na konieczności jego znacjonalizowania. Pomimo, że tylko niewielu otwarcie mówiło o widmie kryzysu finansowego, sytuacja na rynku finansowym była cały czas napięta. Byli też tacy uczestnicy rynku, którzy oczekiwali, iż wraz z końcem roku 2007 skończą się problemy instytucji

[4] Z założenia, papiery wartościowe wymieniane są na środki pieniężne, po czym w określonym terminie i po umówionej cenie następuje odwrócenie operacji.

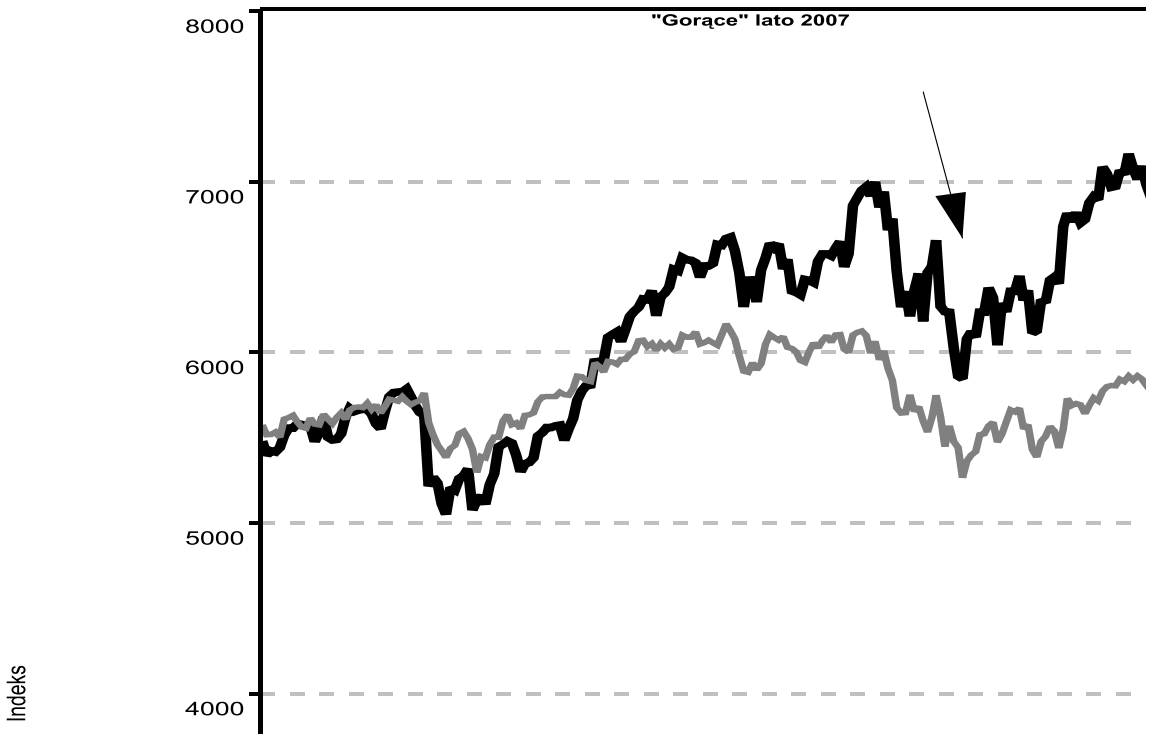
finansowych i rynek powróci do dawnej formy. W takim rozszczepieniu oczekiwań co do dalszego przebiegu wypadków, kolejne napływające na rynek rewelacje odbierały wiarę w siłę rynku nawet największym optymistom. Okazało się bowiem, iż zawirowania na amerykańskim rynku *subprime mortgages* udzieliły się licznym amerykańskim i europejskim instytucjom.
Wydarzenia od czerwca 2007 roku, kiedy pierwsze fundusze hedgingowe zaczęły borykać się z problemami finansowymi, do sierpnia 2008 roku, czyli wydarzenia okresu, w którym jak by się mogło wydawać rynek finansowy powinien przezwyciężyć impas i powoli odzyskiwać dobrą formę, okazały się tylko preludium do tragicznego „września 2008". Od tego czasu nikt już bowiem nie miał wątpliwości co do tego, iż światu przyszło zmierzyć się z jednym z najbardziej poważnych w historii kryzysów finansowych. Otóż jesienią 2008 roku zagrożenie upadkiem Lehman Brothers oraz trudności Merrill Lynch wstrzymało oddech światowego rynku finansowego w oczekiwaniu na rozwój wydarzeń. Wywodząca się z Alabamy 158 letnia firma pamiętająca jeszcze czasy handlu bawełną – Lehman Brothers oraz mający symbolicznego byka w swoim logo 94-letni Merrill Lynch były filarami Wall Street przez większą część XX w. oraz początek nowego stulecia. Obecne wydarzenia nie miały precedensu: włączając w to Bear Stearns przejętego w marcu 2008 roku na progu upadłości, trzech z pięciu głównych niezależnych brokerów znikło z Wall Street pozostawiając na parkiecie zaledwie dwóch graczy: Goldman Sachs Group wraz z Morgan Stanley. Okazało się, że rząd USA, który na początku września 2008 r. de facto przejął (pod zarząd, ang. *conservatorship*) stojących na progu bankructwa dwóch gigantów kredytowych: Fannie Mae oraz Freddie Mac oraz włączył się w sprzedaż Bear Stearns Co. J.P. Morgan Chase & Co. w marcu 2008 r., był mniej wyrozumiały dla Lehman Brothers, odmawiając potencjalnym jego nabywcom wsparcia finansowego w przypadku strat generowanych przez portfel przejętych aktywów Lehman Brothers. Bez takiego wsparcia dwóch najbardziej zainteresowanych kontrahentów: Barclays PLC oraz Bank of America Corp. wycofało się z transakcji.
15 września 2008 r. Lehman Brothers Holdings Inc., czwarty co do wielkości bank inwestycyjny w USA, który jeszcze kilka dni wcześniej dał nadzieję rynkom finansowym na pozytywnie rozstrzygnięcie negocjacji dotyczącej przejęcia banku ogłosił upadłość w wyniku fiaska trwających w FED rozmów pomiędzy najważniejszymi na Wall Street bankami. W tym samym czasie bank Merrill Lynch został przejęty przez Bank of America, a American International Group Inc. (AIG), amerykański gigant ubezpieczeniowy, poprosił FED o pomoc finansową. Pomimo licznych problemów, z jakimi przyszło się zmierzyć rynkom finansowym w ostatnich kilkunastu miesiącach, tylko nieliczni, uznani za największych pesymistów mówili otwarcie o kryzysie finansowym. W tym dniu nie było już wątpliwości, iż świat finansów stanął nad przepaścią; odtąd niemal wszystkie światowe serwisy informacyjne oraz gazety zamieszczały w swoich czołówkach nagłówek: „Global Financial Crisis".
Bankructwo banku Lehman Brothers z aktywami o wartości przekraczającej 600 mld USD stało się największym bankructwem w historii Wall Street, a losy amerykańskiego banku inwestycyjnego mógł podzielić amerykański gigant ubezpieczeniowy – AIG, z nadmierną ekspozycją na ryzykowny segment innowacyjnych instrumentów finansowych. Obawy, iż upadek AIG mógłby sparaliżować cały system finansowy odzwierciedlały się między innymi w stopie oprocentowania na rynku międzybankowym, gdzie dolarowa stopa LIBOR z dnia na dzień się podwoiła, wyrażając spadek chęci do udzielania pożyczek na rynku międzybankowym, ze względu na obawy co do kondycji finansowej partnerów. W rezultacie 16 września 2008 r. rząd USA przejął kontrolę nad AIG.
Obecnie, po wywołanym upadkiem jednego z największych w świecie banków trzęsieniu ziemi w światowych finansach, jak również po wprowadzeniu w życie rządowych planów ratunkowych, które ocaliły sektor bankowy w Stanach Zjednoczonych, Europie i Azji, rynek finansowy w niczym nie przypomina już tego samego rynku sprzed zaledwie roku. Wiele

instytucji finansowych znalazło się na krawędzi bankructwa, część została bądź przejęta przez prywatnych inwestorów, bądź znacjonalizowana, niektóre z nich wprowadziły nowy model działalności, jeszcze inne ogłosiły upadłość. Należy przy tym podkreślić, że upadek banku Lehman Brothers zakończył również erę „niezależnych" banków inwestycyjnych, które przez kilkadziesiąt lat dominowały na Wall Street. Powodem takich zmian był ich model biznesowy oparty na finansowaniu działalności na rynku międzybankowym, który po upadku Lehman Brothers okazał się nie możliwy do utrzymania.
W konsekwencji zawirowań na rynkach finansowych ucierpiały również gospodarki wielu krajów. W pierwszej kolejności, poprzez kanały oddziaływania na możliwości konsumpcyjne gospodarstw domowych oraz nastroje konsumentów, kryzys finansowy spowodował spadek konsumpcji, która w większości krajów wysoko rozwiniętych stanowi główny komponent PKB. Z kolei znaczący wzrost kosztu pozyskania kapitału będący konsekwencją załamania się rynków papierów wartościowych oraz rynku tradycyjnego kredytu, w połączeniu z uszczupleniem wydatków konsumpcyjnych oraz wzrostem awersji do ryzyka spowodował zmiany w podejściu przedsiębiorstw do inwestycji, odgrywających istotną rolę w tworzeniu PKB. W końcu, osłabienie międzynarodowej aktywności handlowej wpłynęło negatywnie w szczególności na gospodarki nadmiernie uzależnione od eksportu, w istotnym stopniu kontrybuującego do ich PKB. W rezultacie ograniczenia aktywności ekonomicznej po wybuchu globalnego kryzysu finansowego, wiele krajów oficjalnie wkroczyło w fazę recesji. W celu zniwelowania negatywnego wpływu kryzysu finansowego na gospodarkę, rządy licznych krajów ogłosiły programy stymulujące wzrost gospodarczy obliczone na setki miliardów dolarów.

Załamanie rynków papierów wartościowych na skutek kryzysu finansowego

Upadek jednego z największych banków inwestycyjnych – Lehman Brothers 15 września 2008 roku był wstrząsem dla całego globalnego systemu finansowego, poważnie osłabionego niepokojącymi doniesieniami kilkunastu poprzedzających miesięcy. Biorąc pod uwagę wskazane na początku artykułu kanały oddziaływania kryzysu finansowego na rynki papierów wartościowych, naturalne wydają się zawirowania na światowych giełdach, gwałtowne spadki cen akcji oraz wysoka wolatylność rynków. Załamanie giełd papierów wartościowych, rynków dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw oraz rynków innowacyjnych instrumentów finansowych, będące następstwem upadku Lehman Brothers nie pozostawiło nikomu złudzeń co do tego, iż świat finansów stanął w obliczu najpoważniejszego od czasów „Wielkiej Depresji" kryzysu finansowego.
Wraz z wybuchem globalnego kryzysu finansowego załamały się rynki akcji w wielu krajach świata. Poważne spadki odnotowały nie tylko giełdy w krajach najbardziej dotkniętych kryzysem: Stanów Zjednoczonych oraz Wielkiej Brytanii, ale również Strefy Euro i krajów azjatyckich.

Wykres 1: Indeksy akcji w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Japonii, Niemczech oraz we Francji w okresie 2007-2008.

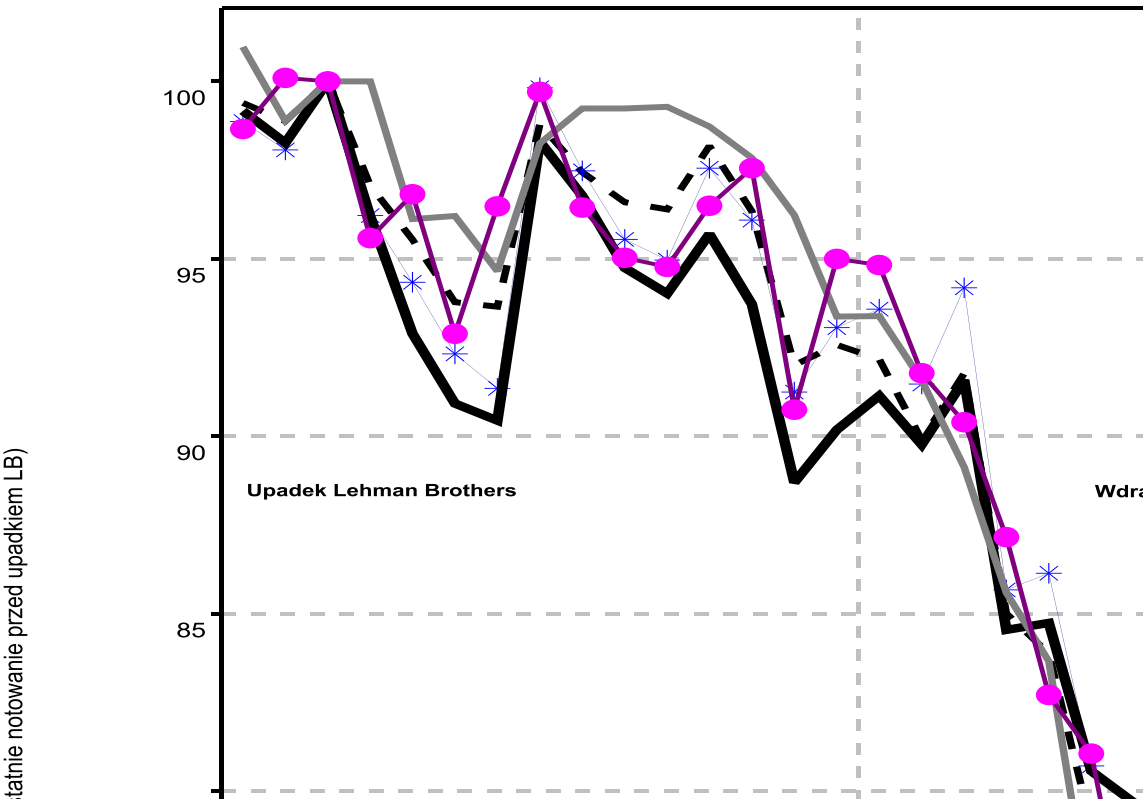


Źródło: Reuters EcoWin Pro.

Po spadkach cen akcji wywołanych pierwszymi niepokojącymi sygnałami płynącymi z segmentu *subprime mortgages* w lutym-marcu 2007 roku (m.in. słabsze niż oczekiwano wyniki finansowe banku HSBC), rynki akcji stosunkowo szybko odzyskały dawną formę. Nie tylko podniosły się ze spadków, ale również zaczęły zdobywać kolejne szczyty. Wydarzenia sierpnia 2007 również negatywnie wpłynęły na amerykańskie, europejskie oraz azjatyckie rynki akcji, jednak również i tym razem sprawnie poradziły sobie one ze złą passą, osiągając w październiku swoje maksimum. Wybuch nie mającej sobie równych w ostatnim dziesięcioleciu paniki po upadku Lehman Brothers spowodował załamanie światowych rynków akcji.

Na kolejnym wykresie przedstawiono kształtowanie się indeksów akcji rynku amerykańskiego (Dow Jones), Wielkiej Brytanii (FTSE 350), Japonii (Nikkei 500), Niemiec (DAX 100) oraz Francji (CAC 40), w wartościach względnych, z wartością 100 w dniu ostatniej sesji giełdowej (12 września 2008 roku, piątek) poprzedzającej upadek Lehman Brothers (15 września 2008 roku, poniedziałek).

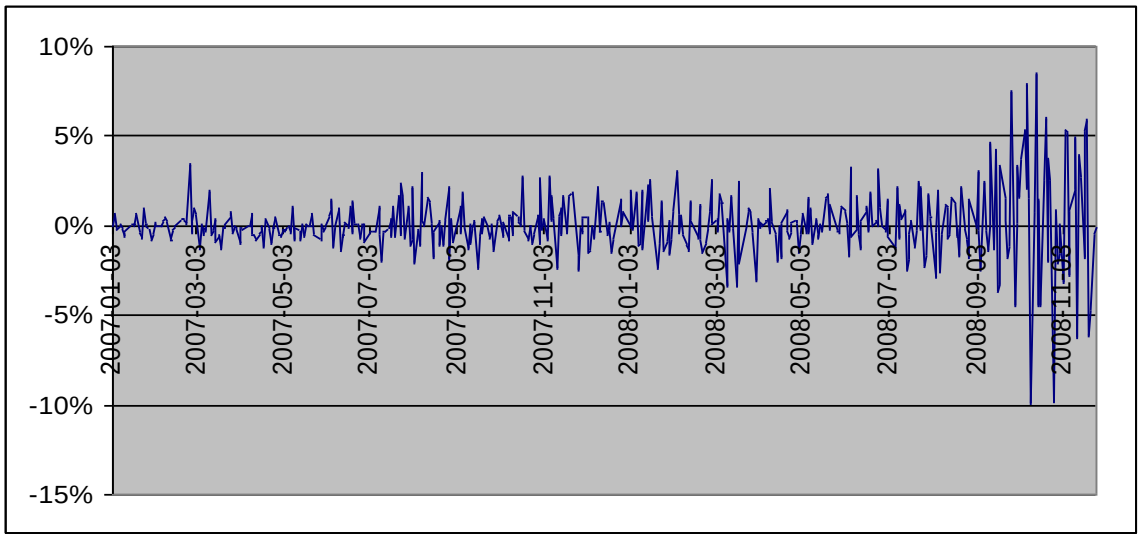
Wykres 2. Indeksy akcji w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Japonii, Niemczech oraz we Francji w okresie 2007-2008, w wielkościach względnych (12 września 2008 roku = 100)



Źródło: Reuters EcoWin Pro.

Jak pokazuje wykres, po upadku banku Lehman Brothers w ciągu niespełna miesiąca ceny akcji na głównych giełdach świata spadły średnio o 30 procent, na rynkach japońskich jeszcze więcej – prawie 40 procent. Głębsze załamanie rynku japońskiego na tle innych rynków związane było z większym niż wcześniej przewidywano wpływem globalnego kryzysu finansowego na japońskie banki, przedsiębiorstwa (w tym m.in. przemysłu samochodowego) i gospodarstwa domowe. Nie mniej istotne były również jesienne zawirowania na rynku jena, związane z koniecznością zamykania przez inwestorów pozycji w *carry trade*. Poza tym już dane makroekonomiczne za 3 kwartał 2008 roku pokazały, iż Japonia jako jeden z pierwszych w świecie krajów oficjalnie wkroczyła w fazę recesji gospodarczej. Rynki papierów wartościowych zaczęły nieznacznie wzrastać wraz z rozpoczęciem wdrażania planów ratunkowych dla systemu finansowego w Stanach Zjednoczonych oraz Wielkiej Brytanii w połowie października 2008 roku oraz w krajach Strefy Euro w drugiej połowie października 2008, w tym przede wszystkim wielomiliardowych programów dokapitalizowania banków. Obok niebywałych spadków na największych giełdach świata, w okresie po upadku Lehman Brothers miała miejsce wysoka wolatylność rynków akcji, co zostało pokazane na kolejnym wykresie.

Wykres 3: Zmiana dzienna indeksu Dow Jones Industial w Stanach Zjednoczonych w okresie 2007-2008.

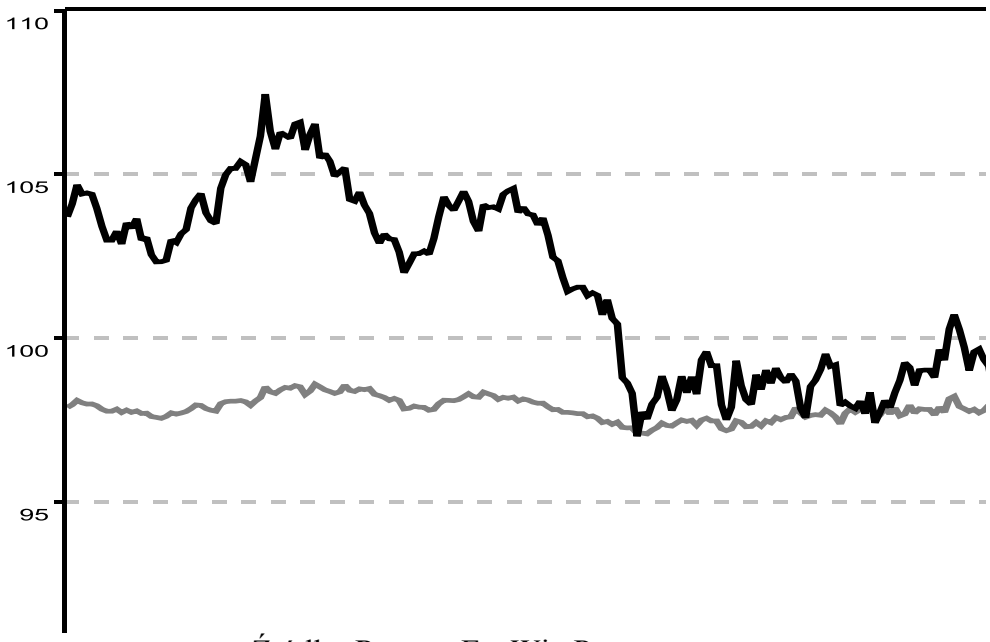


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Reuters EcoWin Pro.

Bardzo duża zmienność cen akcji na rynku amerykańskim po wybuchu globalnego kryzysu finansowego nie miała sobie równych od początku XXI wieku – po pęknięciu „bańki" internetowej. W tamtym okresie dzienna zmienność cen zamknęła się w przedziale pomiędzy minus 5 procent a plus pięć procent, podobnie jak po zamachach terrorystycznych 11 września 2001 roku. Jak wynika z wykresu, upadek Lehman Brothers sprawił, iż rynki stały się bardzo niespokojne w oczekiwaniu na rozwój wydarzeń. W okresie po wybuchu kryzysu, dzienne zmiany cen odbywały się w przedziale nawet od minus dziesięciu procent do plus ośmiu procent.

Rynki akcji nie były jednak jedynym segmentem istotnie osłabionym na skutek wybuchu globalnego kryzysu finansowego, kryzys finansowy odcisnął również piętno na rynku dłużnych papierów wartościowych. Segment dłużnych papierów wartościowych obejmuje z jednej strony papiery wartościowe emitowane przez skarb państwa (i jednostki samorządu terytorialnego), tj. obligacje skarbowe oraz bony skarbowe, jak również dłużne papiery wartościowe emitowane przez przedsiębiorstwa, tj. obligacje korporacyjne oraz krótkoterminowe papiery dłużne, tzw. *commercial papers*. Obok segmentu akcji, globalny kryzys finansowy okazał się najbardziej szkodliwy w skutkach dla segmentu dłużnych korporacyjnych papierów wartościowych, zarówno obligacji przedsiębiorstw, jak też *commercial papers*. Kolejny wykres przedstawia kształtowanie się cen dwuletnich oraz trzydziestoletnich obligacji korporacyjnych w okresie obejmującym zarówno pierwsze niepokojące oznaki kryzysowe, jak też upadek Lehman Brothers, od którego rozpoczął się „właściwy" globalny kryzys finansowy.

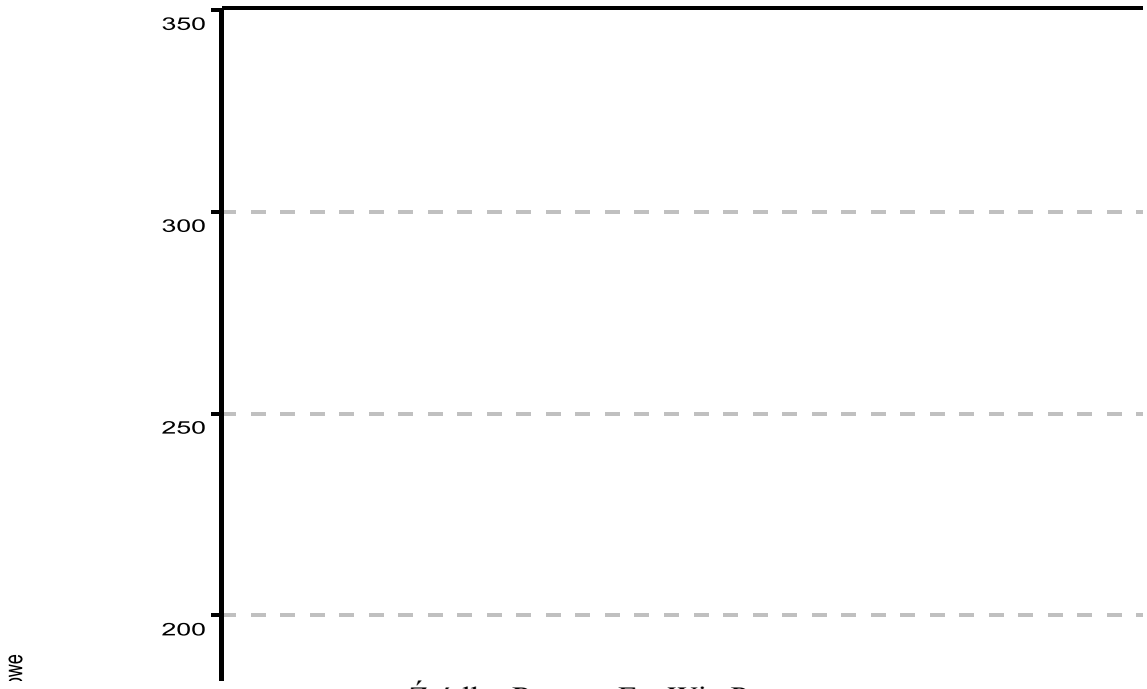
Wykres 4: Ceny krótko- i długoterminowych amerykańskich obligacji korporacyjnych w okresie 2007-2008.



Źródło: Reuters EcoWin Pro.

Tak, jak w okresie pierwszych niepokojących wydarzeń 2007 roku rynek obligacji przedsiębiorstw cechował się dużą wolatylnością, tak po upadku banku Lehman Brothers rynek ten zupełnie się załamał. Indeks cen dwuletnich obligacji korporacyjnych z poziomu blisko 110 (gdzie 100 oznacza wartość nominalną obligacji) na początku 2007 roku, oscylował wokół 100 w drugiej połowie 2007 roku, po czym utrzymywał się w umiarkowanym trendzie spadkowym osiągając wartość ok. 95 w sierpniu 2008 roku. Wraz z wybuchem globalnego kryzysu finansowego, po upadku banku Lehman Brothers ceny dwuletnich obligacji korporacyjnych spadły do poziomu poniżej 75. Kryzys odcisnął największe piętno na obligacjach o krótszym terminie wykupu. Ceny obligacji dwuletnich na początku 2008 roku spadły poniżej poziomu cen obligacji trzydziestoletnich, innymi słowy doszło do odwrócenia krzywej rentowności. Wynoszący około 5 punktów *spread* pomiędzy cenami tych obligacji w okresie od początku 2008 roku rozszerzył się do poziomu ok. 25 punktów po upadku banku Lehman Brothers. Zważywszy na załamanie się rynku obligacji korporacyjnych po upadku tego banku, nie może dziwić rosnący *spread* pomiędzy rentownością obligacji korporacyjnych a rentownością obligacji skarbowych, przedstawiony na następnym wykresie. Należy zwrócić uwagę, iż dalsze wykresy dotyczą obligacji korporacyjnych sektora przemysłowego w Stanach Zjednoczonych, podczas gdy poprzedni wykres obejmował dane odpowiednio uśrednione dla wszystkich sektorów.

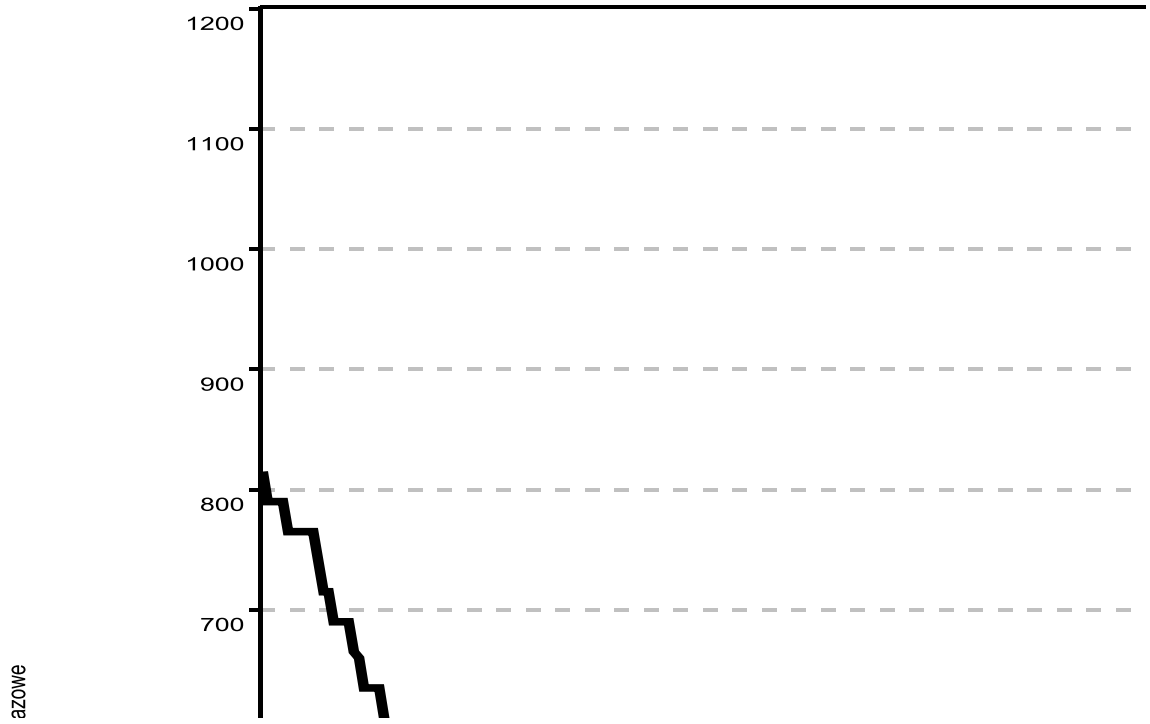
Wykres 5: *Spread* pomiędzy rentownością obligacji przedsiębiorstw sektora przemysłowego a rentownością amerykańskich obligacji rządowych w okresie 2007-2008.



Źródło: Reuters EcoWin Pro.

Wzrost *spread*'u pomiędzy rentownością obligacji korporacyjnych i rządowych w okresie po wybuchu kryzysu finansowego wydaje się naturalny, zadziwiająca jest natomiast skala wzrostu tego *spread*'u. Podczas gdy w przypadku obligacji z ratingiem A wyniósł on ok. 3 punkty procentowe, tak w przypadku obligacji o niższym ratingu, jak obrazuje to kolejny wykres, osiągnął niewiarygodnie wysokie poziomy: blisko 10 punktów procentowych w przypadku obligacji z ratingiem B oraz niemalże 12 punktów procentowych w przypadku obligacji z ratingiem CCC. To czego z kolei nie widać na wykresie, w przypadku nie poddanych procedurze ratingowej tzw. obligacji „śmieciowych", taki *spread* wyniósł ok. 15 punktów procentowych. To również oznacza, że rynek nowych emisji długu zamarł zarówno w segmencie długu o ratingu inwestycyjnym i „śmieciowym".

Wykres 6: *Spread* pomiędzy rentownością obligacji przedsiębiorstw sektora przemysłowego a rentownością amerykańskich obligacji rządowych w zależności od ratingu obligacji w okresie 2007-2008.



Źródło: Reuters EcoWin Pro.

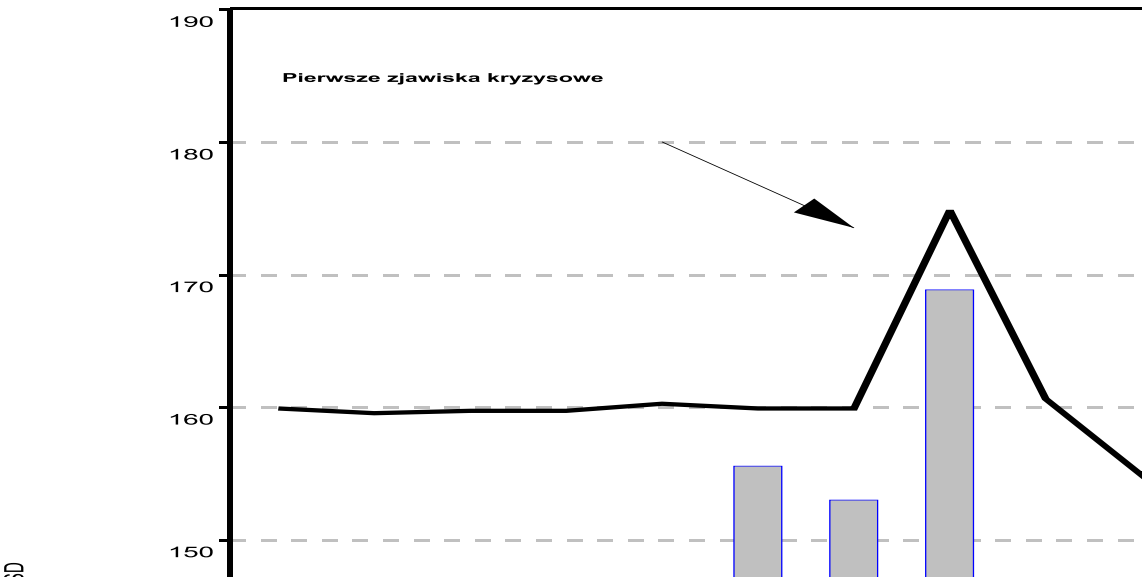
Teoretycznie rzecz biorąc, wysokość *spread*'u pomiędzy rentownością obligacji korporacyjnych a rentownością obligacji skarbowych świadczy o oczekiwaniach inwestorów co do skali niewypłacalności obligacji. Gdyby wysokość *spread*'u w tym przypadku o tym świadczyła, mogłoby się okazać, iż stopa zagrożonych niewypłacalnością przedsiębiorstw musiałaby wzrosnąć do najwyższego od lat 30. XX w. poziomu (15,4 procent), co jest raczej mało prawdopodobne. Po upadku banku Lehman Brothers stopa obligacji niewypłacalnych (amerykańskich) wyniosła 2,9 procent (październik 2008), podczas gdy według Standard&Poor's do września 2009 roku wzrośnie ona do 7,6 procent (w bardzo pesymistycznym wariancie załamania się gospodarki USA – do 9,6 procent). Z drugiej strony rynek obligacji korporacyjnych dostał negatywny sygnał po upadku banku Lehman Brothers, ponieważ jak się później okazało, będący w posiadaniu obligacji emitowanych przez Lehman Brothers inwestorzy mogli liczyć na nie więcej niż 10 centów za 1 dolara inwestycji. Tak niska tzw. *recovery rate* pokazała wysokie ryzyko inwestycyjne w obligacje korporacyjne i to ryzyko zdyskontowane zostało w decyzjach inwestycyjnych.

W rezultacie dramatycznych rynkowych wydarzeń okazało się, iż po upadku Lehman Brothers na rynku obligacji korporacyjnych zapanował zupełny zastój. Nawet utrzymujące się stosunkowo długo bardzo niskie ceny obligacji (bardzo wysoka ich rentowność) w pierwszych kryzysowych miesiącach nie przyciągały nowych inwestorów. Z jednej strony utrzymywały się obawy co do nieuchronnego pogorszenia się sytuacji gospodarczej kraju i samych przedsiębiorstw, z drugiej strony, jak się okazało, obok funduszy emerytalnych głównymi graczami na rynku obligacji przedsiębiorstw byli również wysoko zalewarowani inwestorzy, którzy wraz ze spadkiem cen zmuszeni byli w pośpiechu wyprzedawać będące wich portfelu obligacje, przyczyniając się do jeszcze bardziej gwałtownego spadku ich cen.

Po wybuchu kryzysu finansowego wielu takich inwestorów stanęło na krawędzi bankructwa, wobec czego zmalał też efektywny popyt na obligacje korporacyjne. Poza tym, panująca na rynku niepewność przekładająca się na dużą jego wolatylność nie sprzyjała nowym decyzjom inwestycyjnym.

Obok segmentu obligacji korporacyjnych, globalny kryzys finansowy zdestabilizował również rynek *commercial papers*, dla których to instrumentów rynek ten po upadku Lehman Brothers po prostu zamarł. Zastój na rynku *commercial papers* był na tyle poważny w skutkach, iż konieczne okazały się zakrojone na szeroką skalę działania interwencyjne w tym segmencie rynku.

Wykres 7: Wartość emisji *commercial papers* przedsiębiorstw przemysłowych w USA oraz ich dyskonto w okresie 2007-2008.



Źródło: Reuters EcoWin Pro.

Jak zostało to przedstawione na ostatnim wykresie, upadek banku Lehman Brothers i wybuch globalnego kryzysu finansowego spowodował załamanie rynku krótkoterminowych papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa. *Commercial papers* stanowią rozpowszechnione źródło finansowania krótkoterminowego i niezakłócony dostęp do tej formy finansowania warunkuje jego bieżącą działalność. Wybuch kryzysu spowodował gwałtowny spadek wartości emisji 90-dniowych *commercial papers* oraz spowodował bardzo wysoki, jak na tak krótkoterminowe instrumenty finansowe wzrost stopy dyskontowej *commercial papers*, z 3 procent w sierpniu 2008 roku do przeszło 6 procent we wrześniu 2008 roku. Z powodu spadku wartości nowych emisji oraz wygasania emisji sprzed kilku miesięcy, wartość rynku commercial papers spadła o 61 miliardów dolarów do wartości 1,7 biliona dolarów w ostatnim tygodniu września 2008 roku. Spadek emisji *commercial papers* po upadku Lehman Brothers dotknął nawet najbardziej renomowane firmy, np. amerykańską firmę telekomunikacyjną – AT&T, która od wybuchu kryzysu finansowego do końca września, pomimo usilnych starań, nie uplasowała swoich emisji *commercial papers* o terminie dłuższym niż *overnight*. W tym czasie wartość rynku *commercial papers* o terminie od 1 do 4 dni wzrosła z 32 mld USD (dziennie) do 104 mld USD, podczas gdy rynek commercial papers o terminach od 21 do 40 dni spadł o 63 procent.

Przyczyny załamania tego segmentu rynku były takie same, jak w segmencie obligacji korporacyjnych – niepewne perspektywy na przyszłość, ekstremalna awersja do nawet

najmniejszego ryzyka, kurczenie się bazy inwestorów. W takich warunkach zadecydowano o działaniach interwencyjnych mających na celu przywrócenie płynności i sprawnego funkcjonowania rynku.
Segment innowacyjnych instrumentów bazujących na kredytach hipotecznych, czyli instrumentów finansowych, które istotnie przyczyniły się do wybuchu globalnego kryzysu finansowego, istotnie też po jego wybuchu ucierpiał. W pierwszej połowie 2008 roku rynek *credit default swaps* CDS spadł z poziomu 62 bln USD na koniec roku 2007 do wartości 55 bln USD, po upadku banku Lehman Brothers rynek ten odnotowywał bezprecedensowe spadki[5].
Pierwszym poważnym skutkiem wybuchu kryzysu finansowego była utrata płynności przez rynek innowacyjnych instrumentów, w szczególności w jego części eksponowanej na amerykański *subprime mortgages*, którą w ostatnich kilkunastu latach niezmiennie się cieszył. Oznacza to, iż instytucje finansowe, które chciały się pozbyć będących w ich posiadaniu instrumentów, po wybuchu kryzysu finansowego miały trudności ze znalezieniem kontrahenta, a nawet w przypadku, kiedy go znalazły, mogły otrzymać zaledwie od kilkunastu do kilkudziesięciu centów za dolara. Warto zaznaczyć, iż wiele instytucji zmuszonych było wyprzedawać składniki swoich portfeli inwestycyjnych niezależnie od ceny rynkowej, szczególnie te, które stanęły na progu bankructwa.
Drugą konsekwencją, związaną z załamaniem się najbardziej ryzykownego segmentu hipotecznego w USA oraz z upadkiem banku Lehman Brothers, który był głównym graczem na rynku innowacyjnych instrumentów, w tym w szczególności CDS, był wzrost ryzyka inwestycyjnego oraz spadek ich wyceny rynkowej.
Po trzecie, wraz z wybuchem kryzysu finansowego, a w jego konsekwencji wzrostem stopy niewypłacalnych instrumentów, sprzedawcy *credit default swaps* musieli się liczyć z koniecznością wypłaty nabywcom CDS wysokich „odszkodowań" w ramach tych kontraktów. W 2007 roku wśród wystawców CDS 44 procent z nich stanowiły banki, 32 procent – *hedge funds*, 17 procent – towarzystwa ubezpieczeniowe, 4 procent fundusze emerytalne, 3 procent – fundusze inwestycyjne, 1 procent korporacje, oraz pozostały 1 procent – pozostałe podmioty.
Praktycznie rzecz biorąc, wstrzymanie nowych emisji w segmencie innowacyjnych instrumentów po wybuchu kryzysu finansowego, zamarcie transakcji kupna–sprzedaży instrumentów tego rynku oraz zanik jakichkolwiek oznak życia w tym segmencie dość wyraźnie obrazuje nastroje wśród uczestników tego rynku po upadku Lehman Brothers.

Fundusze inwestycyjne i emerytalne w obliczu kryzysu finansowego

Fundusze inwestycyjne oraz fundusze emerytalne należą do głównych inwestorów instytucjonalnych działających na rynkach papierów wartościowych. Od kondycji rynku papierów wartościowych uzależnione są wyniki inwestycyjne funduszy, a od tego z kolei napływ nowego kapitału do funduszy inwestycyjnych, podczas gdy ich aktywność inwestycyjna w dużej mierze determinuje trendy rynkowe. Jest to mechanizm naczyń połączonych, doskonale działający w warunkach stabilnego wzrostu rynku, załamujący się natomiast w okresie destabilizacji rynku.
W konsekwencji globalnego kryzysu finansowego przekładającego się na załamanie się rynku papierów wartościowych praktycznie we wszystkich, za wyjątkiem obligacji skarbowych, segmentach, ucierpiały również fundusze inwestycyjne i emerytalne. Po pierwsze spadła wartość ich portfeli inwestycyjnych przekładająca się na wycenę jednostek uczestnictwa w funduszach, po drugie ze względu na niezadowalające stopy zwrotu z inwestycji oraz rosnące ryzyko inwestycyjne nastąpił odpływ dużej części kapitału z funduszy inwestycyjnych, po

[5] Szerzej na ten temat patrz np. Credit derivatives. The great untangling. The Economist, 8.11.2008.

trzecie, wiele funduszy, szczególnie *hedgingowych*, działających w oparciu o dźwignię finansową, stanęło na progu upadłości. Załamanie się rynku papierów wartościowych oraz silna jego wolatylność po upadku Lehman Brothers zmusiła wiele funduszy, przede wszystkim silnie zalewarowane *hedge fund*'y (które przyjęły pozycję przeciwną do kierunku zmian na rynku) w Stanach Zjednoczonych, w Wielkiej Brytanii, ale również w innych krajach, do zamykania części bądź wszystkich pozycji, często z ogromnymi stratami[6]. Działający na tym rynku od 1990 roku managerowie *hedge funds* stwierdzili, iż wrzesień 2008 roku był najgorszym dla ich działalności miesiącem. W okresie od stycznia do października 2008 roku wartość portfeli funduszy hedgingowych spadła średnio 20 procent; tak np. o 15 procent w funduszach typu *distressed securities*, natomiast o 50 procent w funduszach o polityce inwestycyjnej *convertible arbitrage*. W rezultacie po upadku banku Lehman Brothers segment funduszy hedgingowych zaczął się kurczyć: z jednej strony wraz z załamaniem rynku spadła wartość aktywów funduszy, z drugiej strony wzrosła awersja do ryzyka oraz rozpoczął się exodus kapitału z funduszy hedgingowych. Tak, jak w okresie od 1990 -2007 wartość będących w zarządzaniu *hedge funds* aktywów wzrosła pięćdziesięciokrotnie do poziomu ok. 2 bilionów dolarów, tak po wybuchu kryzysu finansowego szacuje się jej spadek o 30-40 procent. Szacuje się też, iż w obliczu globalnego kryzysu finansowego liczba *hedge funds* spadnie z 7 tysięcy do połowy tej liczby[7].

Po upadku Lehman Brothers *hedge fund*'y musiały się również borykać z problemami związanymi ze zmianą *prime broker*'a[8], wybierając pierwotnie banki inwestycyjne - Goldman Sachs oraz Morgan Stanley, a następnie w obawie przed podzieleniem przez te banki losu Bear Stearns oraz Lehman Brothers, przechodząc do banku uniwersalnego z rozwiniętą działalnością powierniczą, przeważnie do JPMorgan Chase lub Citigroup. Wynika to z tego, iż upadek Lehman Brothers przyczynił się nie tylko do poniesienia przez wysoko zalewarowane *hedge fund*'y ogromnych strat związanych z załamaniem się rynków papierów wartościowych, ale również do trudności *hedge fund*'ów w odzyskaniu należących do nich, a przechowywanych w Lehman Brothers (jako u *prime broker*'a) ich papierów wartościowych. Po pierwsze, trudno w masie upadłościowej Lehman Brothers odnaleźć oraz wydzielić z niej te aktywa, po drugie, w części zostały one wykorzystane przez *prime broker*'a do tzw. *rehypothecation*, inaczej mówiąc operacji, w której z wykorzystaniem papierów wartościowych należących do *hedge funds*, jako zabezpieczenia, *prime broker* pozyskuje finansowanie zewnętrzne. Problemy oraz upadek największych banków inwestycyjnych pełniących rolę *prime broker*'ów uwidoczniły ryzyko sprawnie działającego przez kilkadziesiąt lat, a jednak opartego na „niezatapialności" banków inwestycyjnych systemu. W krótkim okresie tego rodzaju problemy doprowadziły na skraj upadłości wiele funduszy hedgingowych.

Jak się okazało, w obliczu globalnego kryzysu finansowego z niebagatelnymi problemami przyszło się zmierzyć najbardziej bezpiecznym, jak by się mogło wydawać, funduszom inwestycyjnym rynku pieniężnego. Fundusze rynku pieniężnego inwestują w bezpieczne instrumenty rynku pieniężnego, a więc w krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe

[6] Należy tutaj jednak podkreślić, iż fundusze hedgingowe należą do inwestorów, którzy skutecznie potrafią wykorzystać również spadki na giełdach poprzez zajęcie odpowiedniej pozycji w stosunku do rynku – pozycji krótkiej, w przypadku spadków na rynku. Po wybuchu kryzysu finansowego mieliśmy jednak do czynienia z wyjątkową sytuacją nałożenia się na siebie wielu destabilizujących rynek czynników, wśród których dużą uwagę należy przywiązać do wysokiej wolatylności rynku. Krytyczne dla funduszy hedgingowych było w szczególności masowe wycofywanie kapitału przez ich uczestników.

[7] Więcej na ten temat patrz np. Hedge funds in trouble. The incredible shrinking funds. The Economist, 25.10.2008.

[8] *Prime broker* pełni wiele funkcji, m.in. pożycza pieniądze *hedge fund*'om pod zastaw papierów wartościowych, pożycza im akcje w celu tzw. „krótkiej sprzedaży", jest ich trader'em oraz przechowawcą papierów wartościowych.

(certyfikaty depozytowe, bony skarbowe, *commercial papers*, itp.), oferując uczestnikom funduszu stopy zwrotu na poziomie nieco wyższym od oprocentowania depozytów bankowych. Generalnie rzecz biorąc, stopa zwrotu z inwestycji w jednostki funduszy rynku pieniężnego jest niższa od stopy zwrotu z jednostek innych typów funduszy, z tego względu, iż fundusze rynku pieniężnego, z uwagi na przyjętą strategię inwestycyjną należą do najbezpieczniejszych funduszy całej rodziny funduszy inwestycyjnych. Globalny kryzys finansowy pokazał jednak, że na progu upadłości mogą stanąć również fundusze rynku pieniężnego, szczególnie te, które w portfelach inwestycyjnych posiadały krótkoterminowe papiery wartościowe wystawione przez bank Lehman Brothers (np. najstarszy amerykański fundusz rynku pieniężnego - Reserve Primary Fund), bardzo aktywny w tym segmencie rynku. Po upadku tego banku załamał się wtórny rynek wystawionych przez Lehman Brothers instrumentów finansowych, a odzyskanie środków na rynku pierwotnym (w drodze skupu przez emitenta) możliwe było tylko w drodze podziału masy upadłościowej. Pierwsze problemy funduszy rynku pieniężnego spotkały się z natychmiastową reakcją uczestników tych funduszy, którzy masowo zaczęli wycofywać swoje środki, w obawie o dalszy spadek wartości jednostek uczestnictwa, transferując oszczędności przeważnie do segmentu obligacji skarbowych. W ciągu zaledwie kilku tygodni po upadku Lehman Brothers aktywa funduszy rynku pieniężnego w USA spadły z 1,3 bln USD do 900 mld USD, z jednej strony – ze względu na załamanie się, jak wcześniej pokazano, rynku *commercial papers*, który po upadku Lehman Brothers utracił płynność, z drugiej strony ze względu na rosnącą i osiągającą skrajne rozmiary panikę uczestników rynku funduszy inwestycyjnych przenoszących swoje oszczędności do funduszy lokujących środki w obligacje skarbowe lub depozyty bankowe. W rezultacie wiele funduszy rynku pieniężnego trzeba było zamknąć w obliczu wycofania przez uczestników kapitału, w tym m.in. cieszący się bardzo dobrą reputacją w tym segmencie rynku Putnam Prime Money Market Fund, zarządzający (przed upadkiem Lehman Brothers) aktywami o wartości 12 mld USD. Znaczące spadki wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa w funduszu spowodowały, iż niektóre fundusze inwestycyjne dla ratowania swojej reputacji, musiały otrzymać *bail-out* od swoich założycieli, tak np. Bank of America w przypadku Columbia Funds, Wachovia w przypadku Evergreen Investments. Tylko w pierwszym tygodniu po upadku Lehman Brothers fundusze rynku pieniężnego otrzymały *bail-out* na kwotę 8 mld USD, dla podtrzymania ich obecności na rynku funduszy inwestycyjnych.

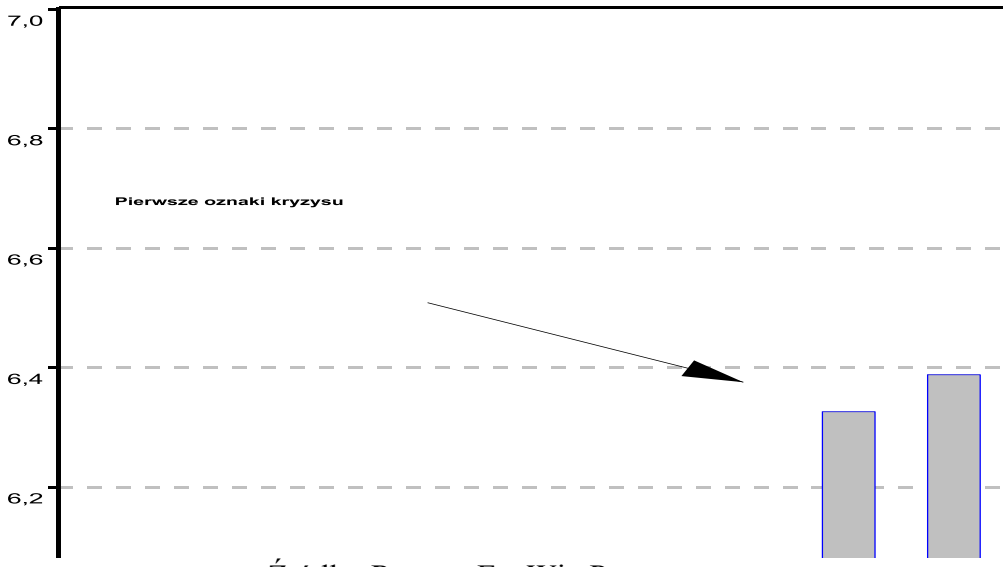
Emitenci a kryzys finansowy

Wraz z wybuchem kryzysu finansowego przedsiębiorstwom przyszło się zmierzyć z istotnymi ograniczeniami w zakresie pozyskania zewnętrznego finansowania. Po upadku banku Lehman Brothers, w ślad za gwałtownym spadkiem podaży kredytu przedsiębiorstwa bądź zupełnie zostały odcięte od tego źródła finansowania, bądź w najlepszym wypadku miały bardzo ograniczony dostęp[9]. Co więcej, przedsiębiorstwa odcięte zostały również od finansowania płynącego z rynku papierów wartościowych. Jak wiadomo, jedną z form finansowania działalności bieżącej i inwestycyjnej firm stanowi kredyt bankowy, podczas gdy inne formy obejmują podwyższenie kapitału w drodze emisji akcji, oraz emisję papierów wartościowych o charakterze dłużnym. Załamanie rynków papierów wartościowych wzmogło zatem trudności przedsiębiorstw w zakresie efektywnego uplasowania ich emisji.

[9] Załamanie cen na rynku papierów wartościowych wpływa negatywnie na wycenę akcji spółek, a to z kolei na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Spadek kapitalizacji firmy zmniejsza zdolność kredytową przedsiębiorstw, a tym samym ogranicza możliwości zaciągnięcia kredytu bankowego oraz powoduje wzrost kosztu finansowania ze wskazanego źródła.

Rosnąca na rynku bankowym oraz papierów wartościowych awersja do ryzyka spowodowała również wzrost kosztu pozyskania kapitału we wszystkich dostępnych źródłach, zarówno kapitału własnego (emisja akcji), jak również kapitału obcego (kredyt bankowy, emisja obligacji oraz emisja *commercial papers*)[10].
Wzrost koszu finansowania w drodze nowych emisji dłużnych papierów wartościowych w okresie od pojawienia się pierwszych oznak nadchodzącego globalnego kryzysu finansowego przedstawia poniższy wykres.

Wykres 8: Kupon krótkoterminowych obligacji korporacyjnych emitowanych w Stanach Zjednoczonych w okresie 2007-2008.



Źródło: Reuters EcoWin Pro.

Pojawiające się latem 2007 roku pierwsze oznaki zwiększające ryzyko wystąpienia kryzysu finansowego sprawiły, iż nowe emisje obligacji przedsiębiorstw musiały być plasowane z uwzględnieniem wyższego kuponu.
Koszt kapitału własnego jest jednym z najważniejszych czynników, branych pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych w przedsiębiorstwie, gdyż od tego kosztu w dużej mierze zależy opłacalność realizowanych przez firmy projektów inwestycyjnych. Można zatem stwierdzić, iż wzrost kosztu finansowania może spowodować ograniczenie działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw, a w konsekwencji ograniczenie potencjału do generowania zysków w przyszłości, a pogarszające się perspektywy przedsiębiorstw przekładają się na ich

[10] Koszt kredytu / obligacji / *commercial papers*, to koszt długu (oprocentowanie / kupon / dyskonto); koszt kapitału od akcjonariuszy / właścicieli to koszt kapitału akcyjnego (właścicielskiego, tj. oczekiwana przez inwestorów stopa zwrotu z udostępnionego firmie kapitału). Z kolei koszt kapitału w firmie to średni ważony koszt długu i kapitału akcyjnego. Oczekiwana przez inwestorów stopa rentowności wniesionego do firmy kapitału uzależniona jest od wielu czynników. Najważniejszym z nich jest ryzyko inwestycyjne (ryzyko to może określać niepewność co do wysokości przyszłych strumieni pieniężnych); im ryzyko jest wyższe, tym większa jest oczekiwana przez inwestorów stopa zwrotu z oddanego do dyspozycji firmy kapitału. Drugim czynnikiem mającym wpływ na wysokość kosztu kapitału akcyjnego jest wysokość rynkowych stóp procentowych (im wyższe, tym wymagana stopa zwrotu będzie wyższa). Koszt kapitału akcyjnego determinuje też sytuacja na rynku finansowym; w okresie destabilizacji rynków jest on wyższy niż w fazie stabilnego wzrostu. Jak można wywnioskować, wzrost ryzyka w okresie kryzysowym, jak również wzrost awersji do ryzyka wśród wszystkich uczestników rynku finansowego sprawia, iż pozyskanie zarówno funduszy o charakterze dłużnym, jak też funduszy własnych staje się dla przedsiębiorstwa bardziej kosztowne.

wycenę rynkową i determinują możliwości w zakresie pozyskania nowych funduszy na rynku finansowym. W taki sposób tworzy się tzw. „błędne koło".
Biorąc pod uwagę słuszne twierdzenie, iż inwestycje stanowią „koło zamachowe" gospodarki, wszelkiego rodzaju ograniczenia, bez względu na przyczyny, w dostępie przedsiębiorstw do źródeł finansowania ich działalności inwestycyjnej oraz rosnący koszt tego finansowania osłabiają średnio- i długoterminowe perspektywy gospodarcze.
Obok tego kryzys finansowy odcisnął swoje piętno na budżecie gospodarstw domowych, ich możliwościach konsumpcyjnych oraz inwestycyjnych. Obawy związane z pogorszeniem się perspektyw gospodarczych, w tym perspektyw zarobkowych gospodarstw domowych sprawiły, iż stały się one mniej skłonne do wydatkowania środków. Będące tego rezultatem ograniczenie wydatków gospodarstw domowych miało bezpośrednie przełożenie na spadek sprzedaży przedsiębiorstw, ceny ich dóbr i usług, a w konsekwencji spadek wartości ich przychodów ze sprzedaży. W przypadku gwałtownie spadającej sprzedaży w firmach rosną również koszty przypadające na jednostkę sprzedanych dóbr i usług, jako że utrzymujące się na niezmiennym poziomie koszty stałe, nie mogą być w krótkim czasie istotnie obniżone. Bardzo niepokojące dane wskazujące na spadek sprzedaży dóbr i usług w wielu krajach, w tym przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych, Japonii, Wielkiej Brytanii oraz krajach Strefy Euro napływają począwszy od 3 kwartału 2008 roku do chwili obecnej. Statystyki wskazują również na słabnący trend wzrostowy dochodowości przedsiębiorstw.
Należy zatem zauważyć, iż pogarszające się perspektywy gospodarcze przekładające się na spadek popytu na dobra i usługi przedsiębiorstw nie sprzyjają wprowadzaniu w życie nowych przedsięwzięć inwestycyjnych. Zbyt wiele niewiadomych, trudnych do ujęcia w business-planach parametrów determinujących opłacalność podejmowanych przedsięwzięć inwestycyjnych sprawia, iż działalność inwestycyjna staje się bardziej ryzykowna. Kryzys finansowy natomiast powoduje zmiany w podejściu do inwestycji, wzmagając awersję do ryzyka. W rezultacie po wybuchu kryzysu finansowego liczne firmy z wyboru wstrzymują się z decyzjami dotyczącymi pozyskania kapitału inwestycyjnego z rynków papierów wartościowych.

Literatura

[1] Brummer A., *The Crunch. The Scandal of Northern Rock and the Escalating Credit Crisis*. Random House Business Books, London 2008.

[2] Cooper G., *The Origin of Financial Crises. Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*. Harriman House LTD, Hampshire 2008.

[3] Kindleberger Ch. - Aliber R., *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*. John Wiley & Sons Inc., Fifth Edition, 2005.

[4] Minsky H., *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw Hill, International Edition 2008 (pierwszy raz opublikowana w 1986 roku przez Yale University Press).

[5] Morris Ch., *The Trillion Dollar Meltdown. Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash.* Perseus Books Group, New York 2008.

[6] Nawrot W., Globalny kryzys finansowy. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy. Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2008.

[7] Shiller R., *The Subprime Solution. How Today's Global Financial Crisis Happened and What to Do about it.* Princeton University Press, Princeton and Oxford 2008.

[8] Stern G. - Feldman R., *To Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts*. Brookings Institute Press, International Edition 2004.

[9] Turner G. *The Credit Crunch. Housing Bubbles, Globalization and the Worldwide Economic Crisis.* Pluto Press, London 2008.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

INNOWACJE FINANSOWE JAKO PRZYCZYNA KRYZYSU NA RYNKACH MIĘDZYNARODOWYCH

Agata Gemzik-Salwach[1]

Wprowadzenie

Postęp technologiczny i siła konkurencyjności gospodarek polega w dużym stopniu na innowacjach, w tym również finansowych. Gwałtowny rozwój takich innowacji można było obserwować na rynkach światowych od końca lat 70-tych XX wieku, gdzie kreowały one postęp i przyczyniały się do tworzenia dobrobytu wielu gospodarek. Specjaliści z Banku Rezerwy Federalnej wskazali nawet na nie jako na jeden z czynników stabilizacji gospodarczej w latach przed kryzysem. Równocześnie, o dziwo, rozwój tych samych innowacji jest dzisiaj często podawaną przyczyną zachwiania się współczesnego systemu finansowego. Dużo się mówi o tym, że rozwój innowacji finansowych doprowadził do pojawienia się jednej z największych „baniek" spekulacyjnych w historii.

Niniejsze opracowanie ma za zadanie odpowiedzieć na pytanie czy rzeczywiście, w jakim stopniu i w jaki sposób innowacje w świecie finansów doprowadziły do kryzysu na rynkach światowych. W pracy postawiono tezę, iż w głównej mierze za pojawienie się kryzysu odpowiadały dwa czynniki: sposób wyceny aktywów finansowych oraz niski poziom stóp procentowych utrzymujący się na rynku amerykańskim, natomiast same innowacje, jak i globalizacja rynków finansowych stały się jedynie kanałami transmisji kryzysu i zwiększyły jego ekspansję.

W pierwszej części artykułu przedstawiono mechanizmy transakcji innowacyjnych najbardziej obwinianych o przyczynienie się do powstania kryzysu, takich jak sekurytyzacja i produkty o charakterze ubezpieczeniowym. Mające tu zastosowanie procedury okazały się na tyle skomplikowane, że Amerykanie nie docenili ryzyka z nimi związanego, dlatego też wniknięcie w istotę tych kontraktów jest konieczne dla uświadomienia sobie motywacji towarzyszących ich rozwojowi i czynników ten rozwój stymulujących. Oba te elementy zostały omówione w dalszej części niniejszego opracowania, wraz z przedstawieniem skali tego zjawiska.

Innowacje finansowe wysokiego ryzyka

Wśród innowacyjnych produktów finansowych najczęściej o przyczynienie się do kryzysu obwinia się dwa typy transakcji: sekurytyzację *(asset-backed securities – ABS*) oraz kolaterylizację (*collateralised debt obligations - CDO*), oraz emisję instrumentów o charakterze ubezpieczeniowym *(credit default swap – CDS)* (Fabozzi, 1999, 2002; Fabozzi - Goodman, 2008).

Pojęcie sekurytyzacji oznacza finansowanie oparte na aktywach, jak: leasing czy faktoring, co jest przeciwieństwem refinansowania opartego na pasywach, czyli kapitale własnym i obcym. Szczególnym rodzajem sekurytyzacji aktywów jest sekurytyzacja wierzytelności bankowych, która bardzo przyczyniła się do zwiększenia skali kryzysu finansowego. Cały proces był dość skomplikowany i polegał na tym, że pula wierzytelności bankowych zabezpieczanych przez

[1] Doktor nauk ekonomicznych. Adiunkt w Katedrze Finansów i Bankowości, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie.

kredyty hipoteczne wraz z generowanymi przez nie strumieniami gotówkowymi, została wyizolowana z bilansu banku i sprzedana, powołanej w tym celu, spółce specjalnego przeznaczenia – SPV (KNB, 2007). Warto przy tym zaznaczyć, że owe spółki specjalnego przeznaczenia posiadały zwykle minimalny poziom zatrudnienia oraz, że były często zakładanej w krajach uważanych za raje podatkowe, jak np. Kajmany.

Na podstawie posiadanych aktywów spółka ta emitowała papiery wartościowe zabezpieczone kredytami hipotecznymi. Wcześniej jednak, aby osiągnąć jak najwyższe dochody z emisji, przeprowadzany był cały szereg transakcji zabezpieczających, mających na celu poprawę wiarygodności emitowanych papierów, tak aby możliwe było osiągniecie jak najwyższej oceny nadanej emitowanym walorom przez niezależną agencję *ratingowową*.

Rating określał poziom ryzyka związanego z inwestycją w dany papier, a jego wysokość w znacznym stopniu wpływała na poziom ich sprzedaży. Wysoka ocena zwiększała zaufanie, wpływała na obniżenie oczekiwanej stopy zwrotu i zmniejszała koszt pozyskania kapitału. W ten sposób ryzyko związane z udzielonymi przez banki kredytami hipotecznymi zostawało przeniesione na inne podmioty.

Formę sekurytyzacji aktywów zabezpieczonych wierzytelnościami hipotetycznymi określono jako MBS (*mortgage-backed securitie*). W drugiej połowie lat 90-tych sprzedaż papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami hipotecznymi stała się już standardem, wtedy też w ramach ogólnie pojętej sekurytyzacji kredytów hipotecznych wprowadzono podział na sekurytyzację opartą o kredyty hipoteczne z przeznaczeniem na nieruchomości mieszkaniowe RMBS (*residential martgage-backed securitie)* i o kredyty hipoteczne zaciągnięte pod zastaw nieruchomości o charakterze komercyjnym CMBS (*commercial mortgage-backed securities*) (Nawrot, 2009).

Ostatecznie dla całej grupy instrumentów finansowych opartych na długu utrwaliła się nazwa CDO (*collateralised debt obligations)* CDO oznaczały obligacje zabezpieczone długiem, już nie tylko pochodzącym z kredytów hipotecznych, ale i np. z kredytów konsumpcyjnych, kart kredytowych, itp. Zasadnicza różnica pomiędzy CDO a MBS polegała tym, że przy MBS nie zarządzano aktywnie portfelem sekurytyzowanych kredytów, a wszyscy nabywcy wyemitowanych papierów wartościowych traktowani byli jednakowo. Przy instrumentach CDO kredyty przekazywane spółce specjalnego przeznaczenia, były grupowane w pakiety o różnym poziomie ryzyka, stopie zwrotu i poszczególne ich grupy stawały się zabezpieczeniem dla różnych transz CDO. Ci inwestorzy, którzy nabyli papiery wartościowe zabezpieczone kredytami zaklasyfikowanymi jako „kredyty niezagrożone" mieli mieć zagwarantowane pierwszeństwo w otrzymywaniu płatności, ale równocześnie produkty te cechowały się najniższą stopą zwrotu[2]. Papiery wartościowe zabezpieczone „kredytami o wyższym ryzyku" miały przynosić wyższą stopę zwrotu, ale miały być też spłacane w drugiej kolejności, po uregulowaniu wszystkich roszczeń posiadaczy z poprzedniej grupy. Ostatnią grupę stanowiły walory zabezpieczone kredytami ocenionymi jako „bardzo ryzykowne", miały one przynosić najwyższą stopę zwrotu, jako premię za ponoszone ryzyko, ale spłacane były w ostatniej kolejności. Szczególnym odmianą CDO bazującą na kredytach hipotecznych były CMO (*colateralized mortgage obligation*) (Ghosh, 2008)[3].

Kolejnym typem innowacji finansowych, który zyskał sobie rzeszę klientów instytucjonalnych była grupa derywatów kredytowych –*credit default swap* (CDS.) CDS jest

[2] W momencie pojawienia się kryzysu na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych nawet CDO zabezpieczone kredytami niezagrożonymi okazywały się bezwartościowe.

[3] W zależności od aktywów pierwotnych, od których pochodziły instrumenty CDO rozróżniano podstawowe ich typy: CDO oparte na kredytach (głównie bankowych), CDO oparte na obligacjach korporacyjnych, CDO syntetyczne, oparte głównie na derywatach kredytowych, np. swapach oraz CDO2 i CDO3, tworzone na podstawie transz wydanych przez inne CDO.

umową, w ramach której jedna ze stron transakcji, w zamian za uzgodnione wynagrodzenie, zgadza się na spłatę długu należnego drugiej stronie transakcji od innego podmiotu - podstawowego dłużnika - w przypadku wystąpienia uzgodnionego w umowie CDS zdarzenia kredytowego (w praktyce zdarzeniem tym jest niespłacenie podstawowego długu przez podstawowego dłużnika). Tym samym w ramach transakcji CDS ryzyko kredytowe (ryzyko, że dług nie zostanie spłacony) zostaje przeniesione.

Rozwój rynku innowacyjnych produktów finansowych – skala zjawiska

Pojawienie się omawianych innowacyjnych produktów finansowych przyniósł przełom lat 70-tych i 80-tych XX, wraz z innymi znaczącymi zmianami na międzynarodowych rynkach finansowych. Nastąpiła wtedy zmiana w obowiązującej doktrynie ekonomicznej polegająca na odejściu od ekonomii keynesowskiej do monetaryzmu. Zapoczątkowało to zjawiska globalizacji i liberalizacji światowych rynków finansowych, umożliwiające inwestowanie różnym podmiotom na wielu rynkach i w coraz szerszym wachlarzu instrumentów.
Zachwianiu uległ dotychczas silny i stabilny rynek bankowości opartej na współdziałaniu dwóch elementów: wkładów i lokat z jednej strony oraz kredytów z drugiej strony. Wśród działających na rynku podmiotów gospodarczych nastąpiła zmiana podejścia do tradycyjnej bankowości i wzrost zainteresowania innymi źródłami pozyskiwania kapitału, np. emisją papierów wartościowych. Ten proces przenoszenia środku ciężkości z klasycznego kredytowania bankowego na alternatywne źródła pozyskania kapitału został określony pierwotnie jako sekutytyzacja (Reksa, 2005)[4]. Gwałtowny spadek wartości udzielonych kredytów i eksplozyjny rozwój rynku papierów wartościowych obrazują dane zawarte w tabeli nr 1.

Tabela 1:Finansowanie na rynkach międzynarodowych w latach 1984-1996 (w mld USD)

Sektor rynkowy	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Całkowite finansowanie papierami wartościowymi	141	237	336	301	329	345	310	420	429	682	732	914	1229
Wartość udzielonych kredytów	57	43	52	92	126	121	125	116	118	137	236	370	343
Łączna wartość finansowania międzynarodowego	198	280	388	393	455	466	435	536	610	819	968	1284	1572
Udział (w %):													
- kredyty	29	15	13	23	28	26	29	22	19	17	14	29	22
-papiery wartościowe	71	85	87	77	72	74	71	78	81	83	76	71	78

Źródło: Reksa L. (2004): *Sekutytyzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych*. Bank i Kredyt, 2004, nr 2, s. 60.

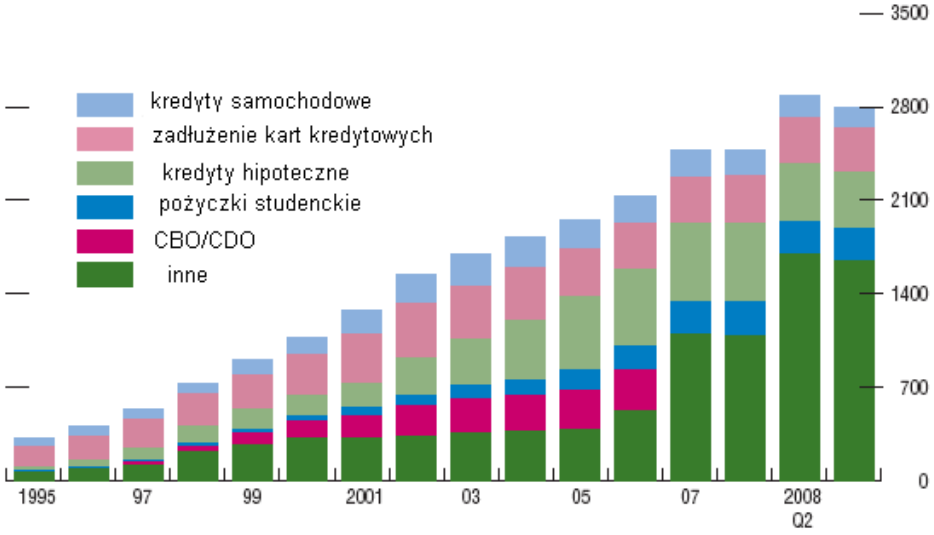
Dla banków zjawisko to oznaczało utratę najlepszych klientów, którzy teraz finansowali swoją działalność gospodarczą inna drogą, pogorszenie portfela kredytowego oraz zwiększenie poziomu ryzyka towarzyszącego ich działalności. W odpowiedzi na zaistniałą

[4] W polskim nazewnictwie taki rodzaj transakcji w zależności od sposobu zabezpieczenia papierów wartościowych składnikami remitenta nazywany jest sekurytyzacją pierwotną, bilansową, nieustrukturyzowaną.

sytuację banki zaczęły poszukiwać innych źródeł dochodów i oprócz tradycyjnej roli pośrednika pomiędzy depozytariuszami a kredytowcami zaczęły angażować się w coraz większym stopniu w inne operacje pośredniczące (Goswami – Jobs – Long, 2009). Bank stał się praktycznie pośrednikiem transformacji ryzyka poprzez sekutytyzację, instrumenty pochodne.

Transakcje sekurytyzacyjne spotkały się z ogromnym powodzeniem na rynku amerykańskim. Liczba przeprowadzanych operacji sekurytyzacyjnych była bardzo duża i stale rosła, w połowie 2008 roku ponad 60% kredytów hipotecznych w USA było sekurytyzowanych (Blanchard, 2009). Skalę zjawiska sekurytyzacji na rynku amerykańskim przedstawia wykres nr 1.

Wykres 1: Emisja instrumentów ABS w USA (w bln USD)



Źródło: International Monetary Fund (2009): *Global Financial Stability Report*, April 2009, s. 180.

Podobnie, jak instrumenty CDO, również produkty finansowe typu CDS spotkały się z ogromnym zainteresowaniem. Dowodzi tego wyjątkowo wysoka dynamika ich wzrostu. Wartość rynku *credit default swap* wzrosła z poziomu bliskiego zero pod koniec lat 90-tych XX w. do 14 bln dolarów pod koniec roku 2005 i osiągnęła astronomiczną wartość blisko 58 bln dolarów na koniec roku 2007. W 2008 r. wielkość ta już nieco spadła i w czerwcu oszacowano ją na 57 bln dolarów. W okresie od grudnia 2005 roku do grudnia 2007 roku rynek ten wzrósł 4-krotnie, a udział CDS w całym pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych wyniósł 10%. Dane te zestawione zostały w tabeli nr 2.

Tabela 2: Wartość nominalna pozagiełdowych instrumentów pochodnych (w bln USD)

Instrument	XII 2005	VI 2006	XII 2006	VI 2007	XII 2007	VI 2008
Pochodne walutowe	31,36	38,13	40,27	48,65	56,24	62,99
Kontrakty na stopę procentową	211,97	262,53	291,58	347,31	393,14	458,30
Pochodne na instrumenty udziałowe	5,79	6,78	7,49	8,59	8,47	10,18
Kontrakty surowcowe	5,43	6,39	7,12	7,57	8,46	13,23
CDS	**13,91**	**20,35**	**28,65**	**42,58**	**57,89**	**57,33**
Pozostałe	29,20	36,00	39,74	61,71	71,15	81,71
Razem	297,67	370,18	414,85	516,41	595,34	683,73

Źródło: Bank for International Settlements (2008): *BIS Quarterly Review*, December 2008, s. 103.

Przyczyny ekspansji innowacyjnych produktów finansowych

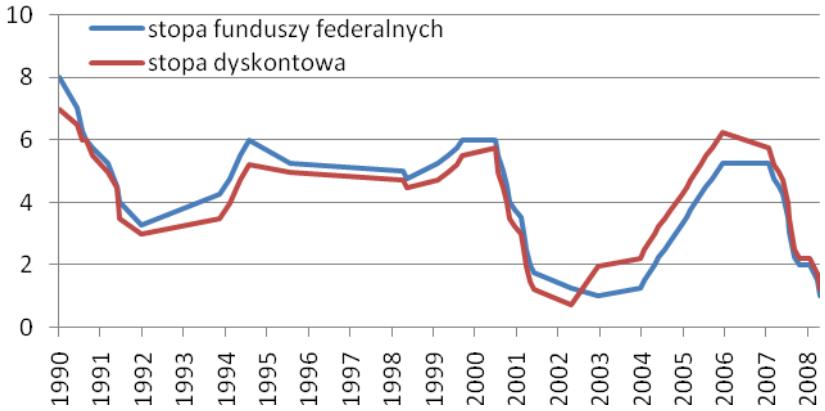
W celu właściwego określenia przyczyn ekspansji innowacyjnych produktów finansowych należy przeanalizować warunki gospodarki, w których się one rozwijały oraz zastanowić się nad korzyściami, jakie niosły ze sobą te instrumenty dla ich emitentów oraz nabywców.

Źródeł popularności tego zjawiska można doszukiwać się wśród przyczyn o charakterze fundamentalnym, leżących po stronie organów regulacyjnych i nadzorczych. Prowadzona przez Amerykańską Rezerwę Federalną polityka pieniężna stanowiła swego rodzaju zachętę do podejmowania tego typu działań, poza tym organy nadzorcze nie dostrzegły w porę niebezpieczeństwa, jakie niosły ze sobą tego typu transakcje i przez długi czas nie zdecydowały się interweniować na tym rynku. Wśród czynników stymulujących rozwój rynku instrumentów CDO i CDS można wymienić: restrykcyjne wymogi kapitałowe obowiązujące banki komercyjne, niski poziom stop procentowych w gospodarce, liberalną politykę kredytową. Oczywiste jest też, że poprzez zjawisko globalizacji kryzys z rynku amerykańskiego przeniósł się na inne światowe rynki finansowe.

Restrykcyjne wymogi kapitałowe zostały wprowadzone w większości krajów ze względu na obawy związane z niedostateczną kapitalizacją większości banków. Ograniczenia kapitałowe hamowały rozwój bankowości i zwiększały awersje banków do ryzyka. Sekurytyzacja kredytów hipotecznych okazała się tu być dobrym obejściem problemu. Banki wydzielając pulę kredytów hipotecznych ze swoich aktywów i sprzedając ją spółce specjalnego przeznaczenia jednocześnie pozbywały się ryzyka z nimi związanego. Pozwoliło to bankom na bezkarne rozwijanie akcji kredytowych, gdyż wytransferowane kredyty były obarczone dużo mniejszym wymogiem kapitałowym (Nawrot, 2009). Równocześnie, dzięki faktowi, iż powoływane spółki specjalnego przeznaczenie posiadały odrębność bilansową i ich sprawozdania finansowe nie były uwzględnianie przy tworzeniu skonsolidowanego bilansu banku inicjującego cały proces, dochodziło do „skrócenia" bilansu inicjatora, co skutecznie poprawiało wartości wyliczonych dla niego wskaźników ROE i ROA.

Duże znaczenie w całym procesie odegrał bardzo niski (nawet poniżej 1%) poziom stóp procentowych utrzymywany przez FED. Ich kształtowanie się przedstawione zostało na wykresie nr 2.

Wykres 2: Stopy procentowe w USA (w %)



Źródło: Federal Reserve.

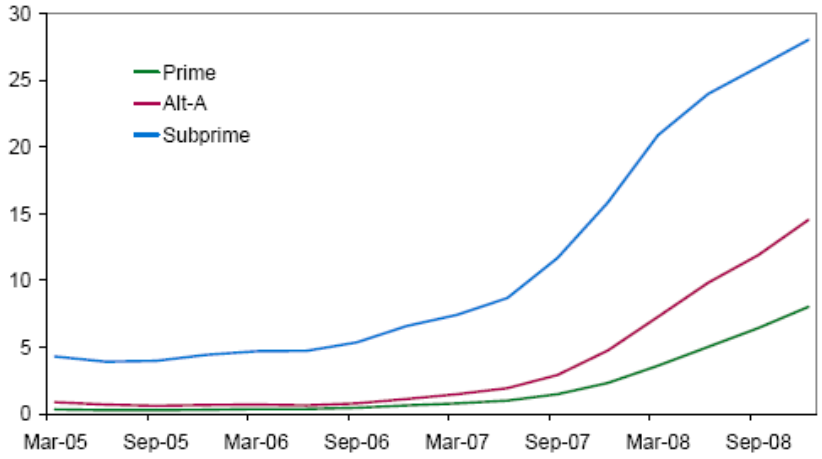
Na niski poziom stóp procentowych Stany Zjednoczone mogły pozwolić sobie ze względu na fakt, iż dolar amerykański po II wojnie światowej stał się walutą międzynarodową, zastępując poprzednio występujący w tej roli funt brytyjski. Dominująca pozycja gospodarki amerykańskiej wynikała w dużym stopniu z wyższej niż w innych krajach innowacyjności przedsiębiorstw i ich zdolności do dostosowywania się oraz stosunkowo dużej elastyczności rynku pracy oraz rynku towarów i usług. Bez statusu dolara Stany Zjednoczone nie miałyby tak bezpośredniego i łatwego dostępu do zagranicznego finansowania, a rynkowe stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych musiałyby być wyższe, by przeznaczyć większe oszczędności krajowe na finansowanie wzrostu gospodarczego (Oręziak, 2008). Warto jeszcze zaznaczyć, że przy ustalaniu poziomu stóp procentowych FED, jak i zresztą banki centralne innych krajów, brał pod uwagę poziom inflacji, mierzony wskaźnikiem cen konsumpcyjnych. Niski poziom tego miernika skłaniał do utrzymywania niskich stóp procentowych. Nie przewidziano, iż inflacja będzie dotyczyć w głównej mierze rynku nieruchomości i surowców. Niskie stopy procentowe na rynku amerykańskim przyczyniły się do pojawienia się kryzysu w dwojaki sposób.

Po pierwsze, zniechęcały ludność do oszczędzania i w znaczący sposób sprzyjały zaciąganiu kredytów mieszkaniowych, kreując na nie popyt. Duża ilość udzielonych kredytów hipotecznych i przeprowadzana na ich podstawie sekurytyzacja wydawała się bankom bardzo korzystna, do tego stopnia, że kredyty zaczęto kierować do grupy ludności o podwyższonym ryzyku. Spora część kredytów hipotecznych była wystawiana bez odpowiedniego zabezpieczenia, liczono bowiem na to, że wzrost cen na rynku nieruchomości zrekompensuje ewentualne straty z tytułu niespłaconych kredytów[5]. Tak stworzony został segment kredytów hipotecznych o nazwie *subprime*, czyli adresowanych do osób o podwyższonym ryzyku. W praktyce często nie sprawdzano wiarygodności kredytowej osób, którym taki kredyt był udzielany (Piech, 2007). Ostatecznie więc na rynku zaistniały trzy główne klasy produktów kredytowych: *prime-mortages* – kredyty hipoteczne dla osób dobrze sytuowanych, które spełniały wymogi kredytowe, *alt-A-mogtage* - skierowane do osób o niższym poziomie zdolności kredytowej oraz, wspomniane wcześniej, *subprime mortages* – o podwyższonym ryzyku, przeznaczone dla osób o niskiej wiarygodności kredytowej. Należy zaznaczyć, że

[5] Jako przykład może posłużyć sposób funkcjonowania spółki Ownit Mortgage Solutions Inc. Była to instytucja finansowa oferująca ryzykowne kredyty hipoteczne osobom prawie lub całkowicie niewypłacalnym. Jej upadek 3 stycznia 2007 r. stał się początkiem serii bankructw dużych instytucji kredytowych.

procesowi sekurytyzacji poddawano nie tylko kredyty hipoteczne, które były terminowo spłacane, ale również i te przeterminowane oraz zagrożone.
Naturalną konsekwencją liberalnej polityki kredytowej była niewypłacalność sporej części kredytobiorców. Kredyty hipoteczne, które nie były spłacane stanowiły podstawę nowych papierów wartościowych sprzedawanych klientom i tak powstawał wirtualny pieniądz nie mający żadnego zabezpieczenia (Wickman-Parak, 2008).

Wykres 3: Odsetek niespłacanych terminowo kredytów hipotecznych w USA (w %)



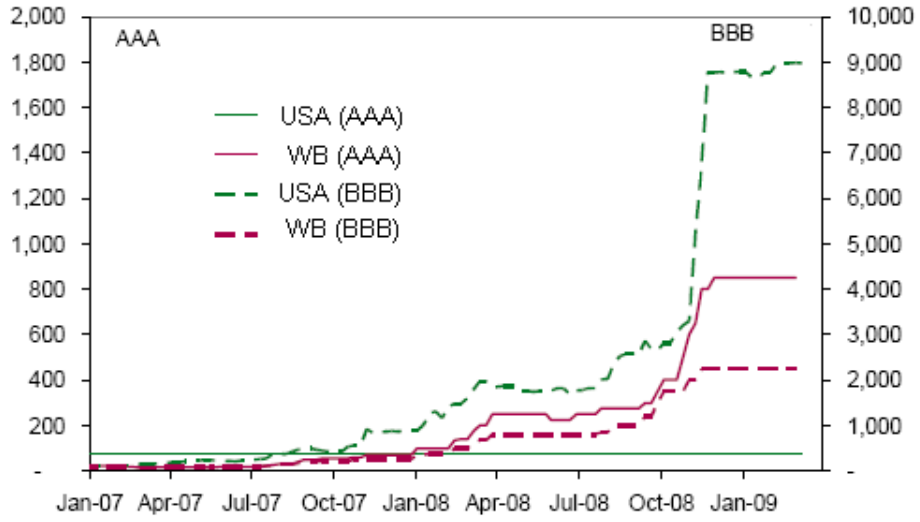
Źródło: Bloomberg L.P., podane za: International Monetary Fund (2009): *Global Financial Stability Report,* April 2009, s. 23.

Po drugie, niskie stopy procentowe nie dawały wystarczającego zwrotu inwestorom, którzy szukali innych instrumentów o wyższym oprocentowaniu. Takimi właśnie instrumentami były produkty typu MBS. Z jednej strony dawały możliwość uzyskania wyższych odsetek niż z lokat bankowych, a z drugiej miały często wysokie oceny renomowanych agencji *ratingowych*, wydawały się więc względnie bezpieczne.
Nabywaniem instrumentów CDO o *ratingu* AAA i AA zainteresowane były banki komercyjne i inwestycyjne, trusty powiernicze, fundusze emerytalne i zakłady ubezpieczeń na życie, szczególnie wtedy, gdy przynosiły one wyższe zyski niż inne papiery wartościowe o podobnym *ratingu*. Szczególnie dużymi inwestorami w CDO były fundusze *hedgingowe*, ponieważ stosowały dźwignię finansową do czerpania zysków, z różnicy oprocentowania pomiędzy oferowanym przez transzę nadrzędną i kosztem finansowania zewnętrznego. Innych inwestorów, takich jak fundusze *private equity*, przyciągały instrumenty pośrednie, podrzędne i kapitałowe, które oferowały stopy zwrotujakie nie są możliwe do uzyskania w przypadku większości papierów wartościowych o stałej stopie dochodu (Ghosh, 2008).
Problem polegał też na tym, że ocena ryzyka związanego z danym kredytem i ocena *ratingowa*, nadana papierom wartościowym wystawionym na podstawie *ratingu*, bazowała na wartości rynkowej nieruchomości, która stanowiła zabezpieczenie kredytu (Claessens – Kose – Terrones, 2008). Przekłucie „bańki" spekulacyjnej na rynku kredytów *subprime* nastąpiło, gdy FED zaczął podnosić stopy procentowe . Od połowy 2003 r. do czerwca 2006 stopy procentowe wzrosły z 1% do 5,25%. Skutkowało to zarówno spadkiem popytu, jak i cen nieruchomości. Sporo kredytobiorców zaczęło mieć problemy ze spłatą zadłużenie, banki przejmowały więc część nieruchomości i wystawiły na sprzedaż, co tylko pogłębiło spadek ich cen (Zalewska – Jurowski, 2008). W momencie krachu na rynku nieruchomości wartość

rynkowa owego zabezpieczenia gwałtownie spadła. W rezultacie nawet produkty o klasie *ratingu* AAA okazały się bezwartościowe.

Na wykresie nr 4 przedstawiono *spread*, rozumiany jako różnica w oprocentowaniu pomiędzy sekurytyzowanymi kredytami komercyjnymi, a ich rządowymi odpowiednikami, stanowiąca swego rodzaju premię za ponoszone ryzyko. Widać wyraźnie, że w sytuacji, gdy oferowane papiery wartościowe uchodziły za bezpieczne, to ich oprocentowanie nie odbiegało dużo od poziomu oprocentowania papierów rządowych, natomiast w momencie kiedy odsetek niespłacanych kredytów na rynku hipotecznym zaczął rosnąć, *spread* ten gwałtownie się zwiększył. Na początku 2009 r. sekurytyzowane kredyty komercyjne o klasie BBB w Stanach Zjednoczonych były aż o 90% wyżej oprocentowane, co oznacza, że praktycznie uchodziły za nieściągalne.

Wykres 4: *Spread* na instrumentach CMBS w USA i Wielkiej Brytanii (w punktach bazowych, dla instrumentów 10-letnich, w porównaniu do sekurytyzacji rządowej)



Źródło: International Monetary Fund (2009): *Global Financial Stability Report,* April 2009, s. 24.

Należy podkreślić, iż upowszechnienie się procesów sekurytyzacyjnych doprowadziło do tego, iż banki, jako podmioty udzielające kredytów, przestały liczyć się z ryzykiem, jakie one ze sobą niosły, gdyż przyjmowali je na siebie inwestorzy kupując instrumenty oparte na *subprimach*. Ten sam czynnik zadziałał przy wykorzystywaniu instrumentów ubezpieczających kredyty.

Rozwój produktów CDS również niósł ze sobą sporo problemów, które w znaczący sposób przyczyniły się do zwiększenia kryzysu finansowego. Przede wszystkim pojawienie się instrumentów zabezpieczających odmowę zapłaty zredukowało skłonność do monitorowania ryzyka kredytowego przez banki. Po przerzuceniu ryzyka związanego z niewypłacalnością pożyczkobiorcy na inny podmiot banki zaprzestawały często kontrolowania jego sytuacji finansowej. Poza tym pojawiła się tu zachęta do niszczenia wartości przedsiębiorstwa pożyczkobiorcy. W przypadku jego problemów z wypłacalnością wierzytelności przejmowane były przez wystawców produktów, wśród których znaczącą pozycje zajmowały fundusze *hedgingowe*. Podmioty te nie były już skłonne, w tym samym stopniu co banki, do współpracy z dłużnikiem w celu ochrony jego przedsiębiorstwa (Prusak, 2009).

Z punktu widzenia ekonomii, jedna z przyczyn kryzysu to wada kredytowych instrumentów pochodnych, jaką jest nieprzejrzystość tego rynku. Na rynku OTC o transakcji i jej warunkach wiedzą tylko jej strony, brakuje natomiast oficjalnych, kwotowych, danych o liczbie otwartych pozycji oraz niezależnej izby rozliczeniowej. Ryzyko zwiększa też mała liczba uczestników tego rynku, w przypadku konkretnego instrumentu może być to kilkanaście czy kilkadziesiąt podmiotów, co oznacza, że ich działalność jest w dużym stopniu obarczone ryzykiem. Można oczekiwać, że jednym z pozytywnych efektów kryzysu będzie zwiększenie przejrzystości tego rynku, co powinno sprzyjać dywersyfikacji ryzyka kredytowego (Kolany, 2008).
Kolejnym czynnikiem, który zwiększył skalę kryzysu była globalizacja rynków finansowych. Instrumenty tworzone na bazie amerykańskich kredytów hipotecznych były sprzedawane na całym świecie i w związku z tym krach związany z rynkiem innowacji finansowych przełożył się w mniejszym lub większym stopniu na rynki na całym świecie (Małysz, 2008).

Wysokość poniesionych strat

Kryzys ujawnił fakt, iż wiele aktywów finansowych, w szczególności tych opartych na długu, jest znacznie mniej wartych niż ich wartość księgowa. Instytucje finansowe, z wiadomych względów nie chcą ujawniać wysokości poniesionych strat. Z ostatniego raportu dotyczącego stabilności systemu finansowego opublikowanego przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy wynika, że łączna wartość strat instytucji finansowych w wyniku urealnienia wartości posiadanych przez nie aktywów w Stanach Zjednoczonych, Europie i Japonii może wynosić około 4,1 bln USD. Wybrane dane obrazujące to zjawisko ujęte zostały w tabeli nr 3.

Tabela 3: Szacowane straty w aktywach finansowych (w bln USD)

	Wartość aktywów	Oszacowane straty	Straty (w %)
Stany Zjednoczone:			
Kredyty i pożyczki	13,51	1,07	8
Sekurytyzacja	***13,05***	***1,64***	***13***
Razem	26,56	2,71	10
Europa:			
Kredyty i pożyczki	20,76	0,89	4
Sekurytyzacja	***3,05***	***0,30***	***10***
Razem	23,81	1,19	5
Japonia:			
Kredyty i pozyczki	6,57	0,13	2
Sekurytyzacja	***0,79***	***0,02***	***2***
Razem	7,36	0,15	2
Łączna wartość kredytów i pożyczek	**40,84**	**2,09**	**5**

Źródło: International Monetary Fund (2009): *Global Financial Stability Report*, April 200, s. 28.

Jak wynika z przedstawionych danych posiadacze amerykańskich papierów wartościowych będą musieli odpisać od ich wartości kwotę 2,7 bln USD, w tym 1,6 bln dolarów z tytułu sekurytyzacji. W Europie strata ta wynosi 1,2 bln USD, zaś w Japonii jest to 149 mld USD. Z samej sekurytyzacji w Europie odpisy wyniosą 305 mld USD, a w Japonii 17 mln USD. Warto zwrócić uwagę na fakt, iż łączna wartość kredytów i pożyczek jest 2,4-razy mniejsza od wartości sekurytyzacji, podczas gdy wartości strat z tytułu tych papierów dłużnych prawie są sobie równe. Oznacza to, że spora część sekurytyzowanych aktywów jest nic niewarta.

Odsetek strat z tytułu sekurytyzacji jest znacznie wyższy niż z tytułu zwykłych kredytów i pożyczek. Jest on najwyższy w Stanach Zjednoczonych, gdzie straty z tytułu sekurytyzacji wynoszą 13% wartości emisji.

Powyższe dane są jedynie szacunkowe, wyliczone na podstawie wielu założeń. Dokładna liczba strat instytucji finansowych jest nieznana. Międzynarodowy Fundusz Walutowy publikując swój poprzedni raport w październiku 2008 r. ocenił straty z tytułu posiadanych papierów dłużnych w USA na 1,4 bln USD, a w tej chwili wielkość ta zwiększyła się aż o 1,3 bln USD. Wobec powyższej sytuacji od czasu nastania kryzysu jednym z głównych celów, jakie stawiają przed sobą banki centralne jest doprowadzenie do oczyszczenia bilansów banków komercyjnych z złych aktywów.

Konkluzje

Instrumenty powstałe jako innowacje finansowe same w sobie nie są odpowiedzialne za kryzys, niemniej jednak znacząco zwiększyły jego skalę. Gdyby produkty finansowe, które stanowiły ich podstawę, zostały wycenione zgodnie z poziomem ryzyka, jakie ze sobą niosły, to ograniczyłoby to straty instrumentów w oparciu o nie budowanych.

Rolą regulatorów i decydentów jest przewidzenie negatywnych skutków nowych rozwiązań. Organy nadzorcze popełniły kilka podstawowych błędów przy wprowadzaniu na rynek innowacji finansowych. Po pierwsze, regulator nie dostrzegł i nie docenił ryzyka związanego z dużą skalą stosowania takich instrumentów. Rynek niejednokrotnie dawał sygnały, że podejmowane na nim ryzyko było zbyt wysokie. W 1994 r. miało miejsce załamanie rynku instrumentów wystawionych w oparciu o kredyty hipoteczne. Spowodowane ono było problemami finansowymi jednego z aktywnych uczestników tego rynku, firmy Kidder Peabody, zarządzającej aktywami wycenionymi na początku lat 90-tych na około 2 mld USD. Pomimo tego zdarzenia, ani regulator, ani inwestorzy nie podjęli kroków, które mogłyby zapobiec podobnym wydarzeniom w przyszłości (Nawrot, 2009).

Po drugie, prowadzona przez Amerykański Bank Centralny polityka makroekonomiczna stwarzała niejako zachętę do powstawania „baniek" spekulacyjnych. Polityka niskich stóp procentowych stała się dla inwestorów impulsem do poszukiwania atrakcyjniejszych papierów inwestycyjnych.

Winni są również inwestorzy, którzy nie docenili ryzyka związanego z tego typu instrumentami i podejmowali decyzje zakupowe wyłącznie na podstawie *ratingów* kredytowych. Nie zadali sobie trudu, aby monitorować wyniki kredytowe i szacować przewidywane przepływy pieniężne. Z pewnością przyczynił się do tego wysoki poziom skomplikowania oferowanych papierów wartościowych, który utrudniał wszystkie te czynności, stąd płynie wniosek, że inwestorzy powinni wybierać te transakcje, których mechanizm jest im dobrze znany.

Literatura

[1] Bank for International Settlements (2008): *BIS Quarterly Review*, December 2008.

[2] Blanchard O. (2009): *The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies*, IMF Working Paper, April 2009.

[3] Claessens S. - Kose A. - Terrones M. (2008): *What happens during recession, crunches, and buts?*, IMF Working Paper, 2008.

[4] Fabozzi F.- Bhattacharya A. (1999): *Asset-backed securities*, Wiley Fabozzi, 1999.

[5] Fabozzi F. (2002): *Handbook of financial instruments*, Wiley, 2002.

[6] Fabozzi F. - Goodman L. S. (2008): *Subprime mortgage credit derivatives*, Wiley and Sons, 2008.

[7] Ghosh J. (2008): *Przewodnik dla początkujących: Instrumenty finansowe oparte na długu*

(Collateralised debt obligations, CDO. Biuletyn e-rachunkowość, 2008, nr 9-10, <http://www.e-rachunkowosc.pl/artykul.php?view=1387>.
[8] Goswami M.- Jobs A. - Long X. (2009): *An investigation of some macro-financial linkages of securitization*, IMF Working Paper, 2009, nr 26.
[9] International Monetary Fund (2009): *Global Financial Stability Report*, April 2009.
[10] Kolany K. (2008): *CDS – instrument finansowej Apokalipsy?* <http://www.bankier.pl/wiadomosc/CDS-instrument-finansowej-Apokalipsy-1850611.html>,
[11] Komisja Nadzoru Bankowego (2007): *Sekurytyzacja oraz w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym j. Wyniki ankiety badawczej*, Warszawa 2007.
[12] Nawrot W. (2009), *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*, CeDeWu, Warszawa 2009.
[13] Małysz R. (2008), *Powtórka z USA?*. Gazeta Bankowa, 2008, nr 14.
[14] Oręziak L.(2008): *Euro – pieniądz międzynarodowy*. Bank i Kredyt, 2008, nr 1.
[15] Piech K. (2007): *Amerykański kryzys*. Gazeta Bankowa, 2007, nr 35.
[16] Prusak B. (2009): *Swapy odmowy zapłaty*. Finansowy Kwartalnik Internetowy e-Finanse, 2009, nr 1, s. 6-7, <http://www.e-finanse.com/artykuly/110.pdf>.
[17] Reksa L. (2004): *Sekutytyzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych*. Bank i Kredyt, 2004, nr 2.
[18]Wickman-Parak B. (2008): *The financial crisis from a central bank perspective*, BIS Review 2008, nr 140.
[19] Zalewska M. - Jurowski A. (2008): *Przyczyny i skutki kryzysu subprime*. Gazeta Bankowa, 2008, 2 kwiecień.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

WCHODZENIE POLSKI DO STREFY EURO W KONTEKŚCIE OBECNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO

Jan Sulmicki[1]

Ze względu na nierównowagę finansów publicznych, stosunkowo słabą gospodarkę oraz niedostatecznie wykształcony sektor finansowy, w Polsce należy zabezpieczyć się przed potencjalnym zagrożeniem utraty stabilności finansowej, w tym zwłaszcza w odniesieniu do stabilności kursu walutowego (Sulmicki, 2005). Takim sposobem zabezpieczenia jest wprowadzenie do obiegu euro przez szybkie wejście Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). Jednak z szybkim wejściem do strefy euro mogą być kłopoty. Z kolei długotrwałe oczekiwanie na członkostwo w UGW umacniałoby opinię międzynarodowych rynków finansowych o Polsce jako kraju pozbawionym zdecydowanego wsparcia krajów strefy euro. Brak silnego wsparcia Polski ze strony Europejskiego Banku Centralnego (EBC) może oznaczać zagrożenie utratą stabilności finansowej, wynikającą z nadmiernej zmienności kursu walutowego. Zgodnie z zapisami traktatu akcesyjnego Polski do UE, EBC formalnie jest zainteresowany członkostwem Polski w strefie euro. Wydaje się jednak, że w praktyce nie jest zainteresowany szybkim wejściem do UGW. Istnieje więc ryzyko oderwania procesu usztywnienia kursu walutowego złotego w ERM2 od uzyskania przez Polskę odpowiedniej pozycji kraju członkowskiego w UGW.

Po to, aby to ryzyko zminimalizować istnieje potrzeba zmiany strategii wchodzenia Polski do strefy euro, która od kilku miesięcy jest głoszona przez rząd. Rząd przedstawił swoją strategię jako mapę drogową opartą na jednostronnym usztywnieniu złotego, bez wcześniejszego zakończenia z Europejskim Bankiem Centralnym kompleksowych negocjacji akcesyjnych o zasadach uczestnictwa Polski w UGW. Tymczasem należy konsekwentnie prowadzić takie negocjacje, aż do ich zakończenia w postaci dwustronnej umowy podpisanej przez NBP i EBC. Podpisanie powinno mieć miejsce przed usztywnieniem kursu walutowego złotego. Paradoksalnie, obecna sytuacja kryzysowa, w której doszło do znacznych zmian kursów walutowych, wzmocniła pozycję negocjacyjną Polski w tym względzie. Korzystniejsza sytuacja negocjacyjna powstała w wyniku oddziaływania na konkurencyjność sfery realnej gospodarki przez osłabienie złotego w stosunku do euro. W obecnej sytuacji to kraje strefy euro są bowiem zainteresowane szybkim zakończeniem niekorzystnej dla ich gospodarek sytuacji konkurencyjnej.

W części pierwszej artykułu przedstawiono krótkie uzasadnienie potrzeby zastąpienia złotego przez euro. W części drugiej wskazano na zły stan finansów publicznych grożący utratą stabilności finansowej, w tym zwłaszcza stabilności kursu walutowego. Dotychczasowe działania kolejnych rządów w odniesieniu do narastającego zadłużenia, skierowane były raczej na krótkookresową poprawę wizerunku polskiego zadłużenia, niż na rzeczywistą poprawę stanu polskich finansów. Tego typu działania w znacznym stopniu są obecnie źródłem zagrożenia finansów publicznych i nasilenia groźby kryzysu walutowego. Szansą na przełamanie tej sytuacji mogłyby być dobre wyniki negocjacji Polski z EBC dotyczące

[1] Prof. dr hab., Kierownik Katedry Ekonomii, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie.

warunków naszego członkostwa w UGW, czemu sprzyja Polsce obecny kryzys. Dlatego w trzeciej części artykułu omówione zostały kluczowe punkty tych negocjacji.

Potrzeba zastąpienia złotego przez euro

Istnieją dwa skuteczne sposoby zabezpieczenia kraju przed powtarzającymi się kryzysami walutowymi w długim okresie. Pierwszym jest utrzymywanie silnej krajowej waluty wspieranej przez konkurencyjną gospodarkę i duże rezerwy dewizowe. Drugim sposobem jest rezygnacja z części krajowej suwerenności w postaci krajowej waluty na rzecz silnej waluty o uznanej pozycji międzynarodowej[2]. Przy czym nie chodzi tu o jednostronną decyzję dotyczącą wprowadzenia zagranicznej jednostki płatniczej lub zarządzania walutą o ograniczonej suwerenności, tak jak to ma miejsce w przypadku izby walutowej. Chodzi o traktatowe przyłączenie kraju do gospodarki obsługiwanej przez silną walutę, taką jak euro.

Wariant pierwszy jest obecnie w przypadku Polski wykluczony głównie ze względów formalnych, wynikających z członkostwa w UE. Poza tym koncepcję utrzymania w długim okresie własnej waluty należy uznać w Polsce za nierealną, także z powodu nikłego zainteresowania społeczeństwa potrzebą posiadania silnej waluty krajowej. Zwłaszcza, że takiemu zainteresowaniu towarzyszyć musiałaby konsekwentna determinacja społeczna w ponoszeniu znacznych wyrzeczeń niezbędnych dla wykreowania stabilnej waluty. Realizacja takiej koncepcji wymagałaby stworzenia społecznego porozumienia umożliwiającego narodową politykę gospodarczą wspieraną przez stabilną politykę pieniężną oraz zgody na utrzymywanie wolnego tempa wzrostu płac i cen. Oznaczałoby to potrzebę społecznej akceptacji dla ponoszenia znacznych długookresowych kosztów budowania międzynarodowej wiarygodności krajowej waluty. Jest to możliwe tylko w sytuacji, gdy istnieje duża determinacja społeczeństwa w dążeniu do wytyczonego celu. Nic nie wskazuje na to, żeby w dającej się przewidzieć przyszłości doszło do ugody społecznej w sprawie ponoszenia kosztów utrzymania silnego złotego jako samodzielnej waluty, gdyż jest to cel abstrakcyjny i mało zrozumiały dla większości współczesnych Polaków.

Tak więc realnym dla Polski sposobem utrzymania stabilności gospodarczej w długim okresie przez zabezpieczenie się przed ryzykiem kryzysów walutowych jest rezygnacja z własnej waluty i wprowadzenie euro. Należy jednak pamiętać, że zniesienie waluty krajowej przez zastąpienie jej inną stabilną walutą eliminuje jedynie ryzyko kursowe, natomiast pozostaje ryzyko braku wypłacalności rządu emitującego papiery skarbowe. Jako przykład małej skuteczności jednostronnego wprowadzenia „twardej waluty" może służyć zdolaryzowana gospodarka Panamy, gdzie mimo wprowadzenia do obiegu dolarów USA ryzyko niewypłacalności kraju jest znaczne i przejawia się w wysokim oprocentowaniu papierów skarbowych. Podobne są doświadczenia krajów członkowskich strefy euro, gdzie różnice w oprocentowaniu papierów skarbowych poszczególnych krajów po powstaniu UGW były nieznaczne, a obecnie są duże. Przykładem mogą być różnice w oprocentowaniu papierów skarbowych emitowanych przez ministerstwa finansów Grecji i Niemiec. Początkowo oprocentowanie papierów było podobne, a obecnie w słabej gospodarczo i zadłużonej Grecji jest niemal dwukrotnie wyższe niż w Niemczech. Już kilka lat temu Bank Światowy zwracał uwagę na niebezpieczeństwo przyjęcia euro przez nowe kraje członkowskie UE po zbyt silnym kursie walut krajowych. Jako przykład podano dewastację gospodarki byłej NRD po

[2] Abstrahując od aspektów stricte ekonomicznych, rezygnacja z krajowej waluty oznacza rezygnację z istotnego elementu suwerenności. W przypadku Polski nie będzie to jednak istotna zmiana stopnia suwerenności, ponieważ z racji członkostwa w UE większość kompetencji prawotwórczych już została przekazana na rzecz organów Unii. Obecnie regulacjami wspólnotowymi jest determinowane ponad trzy czwarte obowiązującego w Polsce prawa.

gwałtownym przyłączeniu jej do RFN wraz z wprowadzeniem marki niemieckiej przy silnym kursie wymiany jeden do jednego[3].

Kilka lat temu ciekawego uzasadnienia potrzeby szybkiego wprowadzania euro w Polsce dokonali A. Bratkowski i J. Rostowski, będący zwolennikami jego jednostronnego wprowadzenia. Uznali oni, że zgoda EBC na wejście Polski do UGW nastąpi za wiele lat, gdy w Polsce dokona się realna konwergencja, a więc gdy PKB na osobę zbliży się do średniej w Unii Europejskiej. Ponadto sugerowali oni, że nasze przystąpienie do strefy euro nastąpi już na zmienionych, gorszych od obecnych warunkach akcesyjnych. W praktyce oznaczałoby to, że na Polsce spoczywałyby wszystkie obowiązki członka UGW, jednak bez możliwości realnego wpływania na politykę monetarną prowadzoną przez EBC. Myśl przewodnia artykułu A. Bratkowskiego i J. Rostkowskiego brzmi: „warto przygotować się do jednostronnego zastąpienia złotego przez euro, a decyzję o tym, jaką drogę do EMU ostatecznie wybrać, uzależnić od wyników negocjacji z Unią" (Bratkowski, Rostkowski, 2001). Przy czym wyniki przyszłych negocjacji z UE w sprawie racjonalnego i sprawiedliwego wejścia Polski do UGW widzieli oni raczej pesymistycznie. Wydaje się, że zaproponowany w artykule scenariusz wczesnych negocjacji z EBC jest słuszny, gdyż wyniki tych negocjacji mogą rozwiać wiele nadmiernie optymistycznych oczekiwań rozpowszechnionych w Polsce.

Jak wiadomo, przyjęcie euro poprzedzone będzie odejściem złotego od kursu zmiennego i przejściem na kurs stały. Usztywnienie kursu złotego, które nastąpi po wprowadzeniu złotego do mechanizmu walutowego ERM2 wiązać się będzie z utratą przez rząd wygodnego mechanizmu dostosowawczego. Jednak wydaje się, że nie zawsze istnieje świadomość jak znaczne mogą być dla gospodarki związane z tym koszty. Obecny mechanizm zmiennego kursu walutowego umożliwia stosunkowo tanim kosztem neutralizowanie negatywnych skutków ewentualnych szoków asymetrycznych. Przy braku zmiennego kursu walutowego realna sfera gospodarki pozbawiona amortyzacji krajowej polityki pieniężnej, będzie pełniła rolę bezpośredniego bufora absorbującego niekorzystne skutki wahań koniunkturalnych w lepiej rozwiniętych częściach Unii. O wadze tego problemu świadczą złe doświadczenia innych krajów związane ze stosowaniem kursów stałych, z których wynika, że zdarzało się, iż kraje te ponosiły tak wielkie tego koszty, że często stawały na pograniczu katastrofy finansowej. Stałe kursy są kosztowne, gdyż z natury są niestabilne i dlatego ich stosowanie zanika w gospodarce światowej. Jeszcze w 1990 r. kursy stałe miało ponad dwie trzecie krajów członkowskich MFW, a obecnie ma już wyraźnie mniej niż jedna trzecia.

Z drugiej jednak strony długotrwałe pozostawienie złotego poza UGW będzie wiązało się z narastaniem ryzyka przechodzenia Polski przez kolejne wyniszczające gospodarkę kryzysy walutowe. Ponadto w przyszłości mogą wystąpić dodatkowe kłopoty z utrzymaniem złotego jako niezależnej waluty krajowej, spowodowane globalizacją rynków finansowych. Zaostrza ona bowiem konkurencję pomiędzy poszczególnymi walutami, podważając tym samym w małych i średnich krajach monopol emisyjny krajowych władz monetarnych. Słabnąca krajowa waluta będzie miała mniejszy zakres możliwych interwencji w celu stymulowania wzrostu gospodarczego lub ekspansji eksportowej. W rezultacie, w perspektywie kilkunastu lat prawdopodobnie będzie malała liczba krajów prowadzących samodzielną politykę pieniężną. Waluty krajów wschodzących rynków będą eliminowane przez silniejsze waluty, głównie przez dolara i euro. Z powyższych rozważań wynika, że dla przyszłej polityki monetarnej w Polsce nie ma w pełni dobrego rozwiązania. Tym niemniej w długim okresie z

[3] Zob. *World Bank/IMF Agenda,* „Transition Newsletter. The Newsletter about Reforming Economies" No 5. Waszyngton 2000, s. 4.

ekonomicznego punktu widzenia lepsza jest jednak rezygnacja z wątpliwej suwerenności i szukanie swojej niszy w zintegrowanej gospodarce strefy euro.

Zły stan finansów publicznych

Już w 2001 roku wystąpiło w Polsce zagrożenie kryzysem finansów publicznych związane z ich ówczesnym złym stanem. Sytuacja jest w dalszym ciągu bardzo trudna, gdyż stan ten zły wciąż nie uległ poprawie. Łącznie niezbędne potrzeby pożyczkowe sektora finansów publicznych – obejmujące zarówno finansowanie bieżących deficytów jak i „starego" długu – w roku 2009 zapewne wyniosą około 150 mld zł. O skali tych pożyczek świadczy porównanie ich z wartością majątku posiadanego przez państwo. Wartość ponad 11 mln ha państwowych gruntów zajmujących powierzchnię około 38% kraju wynosi około 80 mld zł, w tym lasy wyceniono na ponad 66 mld zł, a grunty rolne na ponad 12 mld zł.

W Polsce często można spotkać się z poglądem, że mimo szybkiego wzrostu długu, ryzyko utraty przez Polskę zdolności terminowej jego obsługi jest niewielkie. Taki optymistyczny pogląd jednak tylko częściowo jest zasadny. Rośnie skala refinansowania długu publicznego. W ostatnich latach około dwóch trzecich przychodów ze sprzedaży wyemitowanych skarbowych papierów wartościowych, finansowało wykup papierów, na które zapadały terminy spłaty. Podstawowym kryterium zagrożenia stabilności finansowej Polski jest ocena dalszego wzrostu zadłużenia Skarbu Państwa. Ocena, czy dług publiczny jest już niebezpiecznie wysoki, zależy w dużym stopniu od skali zaufania międzynarodowych rynków finansowych do danej gospodarki. Na przykład, dług publiczny od wielu lat przekraczający 100% PKB we Włoszech lub w Belgii nie wzbudza zaniepokojenia rynków finansowych. Natomiast w Argentynie w 2001 r. wzrost długu po przekroczenie 50% PKB – a więc na poziomie zbliżonym do zadłużenia polskiego - zapoczątkował atak międzynarodowego kapitału spekulacyjnego na krajową walutę peso i doprowadził do katastrofy gospodarczej tego kraju.

Obecnie łączne zagraniczne zadłużenie Polski wynosi około 900 mld zł, czyli około 70% PKB. Na początku dekady zagraniczne zadłużenie wynosiło około 290 mld zł i stanowiło poniżej 40% PKB. Obecnie na obsługę długu zewnętrznego trzeba przeznaczyć ponad 4% PKB. „Cud gospodarczy", który miał miejsce po wejściu Polski do UE był finansowany w znacznej części przez rosnące zadłużenie zewnętrzne. Z niechętnie przyjętej w Polsce w końcu zeszłego roku analizy banku JP Morgan wynika, że dług zagraniczny Polski przypadający do spłaty w 2009 roku wynosi ponad 90 mld USD. Kwota ta obejmuje długi rządu, banków oraz przedsiębiorstw. W oparciu o dane NBP można wyliczyć, że faktycznie w tym roku zapadnie około 90 miliardów dolarów(Sierhej, 2009). W tym około 50 mld USD stanowi dług krótkoterminowy, głównie w postaci kredytów handlowych (około 25 mld USD) oraz depozytów zagranicznych w bankach funkcjonujących na terytorium Polski. Interesujące jest pytanie dlaczego (np. dla wzmocnienia współczynnika wypłacalności obowiązującego w instytucjach finansowych) i w jakiej postaci (np. jako pożyczki podporządkowane) depozyty podmiotów zagranicznych w bankach zwiększyły się w IV kw. 2008 r. mimo osłabienia złotego. W związku z tym jest możliwe powstanie jawnej lub ukrytej groźby szybkiego odpływu kapitału zagranicznego. Groźba ta może stać się przedmiotem skutecznego nacisku na działający w Polsce Zintegrowany Nadzór Finansowy. Teraz pozostaje już tylko nadzieja, że depozyty w bankach nie będą szybko wymagalne, lecz będą rolowane. Poza wspomnianymi powyżej pozycjami 90 mld USD długu, pozostała część (około 40 mld USD) zapadającego długu zagranicznego jest niebezpiecznie duża w porównaniu z rozmiarami rezerw dewizowych NBP. Ponadto w Polsce będą jeszcze potrzebne środki na finansowanie obecnego deficytu obrotów bieżących oraz na rozliczenie opcji walutowych.

Opisana powyżej duża skala zadłużenia stwarza zachętę dla międzynarodowych rynków finansowych do spekulacji przeciwko złotemu. Za taką niekorzystną oceną obecnej sytuacji Polski przemawiają kiepskie oceny międzynarodowych rynków finansowych, tzw. *ratingi* będące oceną wiarygodności i wypłacalności danego kraju. Według agencji Standard & Poors z marca 2009 r., Polska z niską oceną „A-" plasowała się nieco powyżej złej oceny Litwy „BBB+" oraz Węgier „BBB". Ocena Polski była poniżej ocen takich krajów jak: Niemcy „AAA", Słowacja „A+", Czechy „A", a nawet Estonii z oceną „A". Obecnie rząd już niewiele może zrobić, poza czekaniem na reakcję rynków finansowych w szczególnie groźnej drugiej połowie 2009 r. Polska może starać się stwarzać miłą atmosferę dla inwestorów zagranicznych i zabiegać o poparcie krajów mających silne wpływy na międzynarodowych rynkach finansowych. Takim krajem jest USA, zainteresowane aktywnym wspieraniem ich wysiłku wojennego w różnych częściach świata, w tym zwłaszcza w Afganistanie.

Kluczowe punkty negocjacji Polski z EBC

W czasie obecnego kryzysu kraje starają się podtrzymywać efektywny popyt w celu utrzymania wzrostu gospodarczego. Działania zmierzające do poprawy międzynarodowej konkurencyjności wytwarzania są widoczne we wszystkich krajach członkowskich UE, lecz skuteczność ich jest różna. Podczas kryzysu kraje znajdujące się w strefie euro ponoszą koszty posiadania silnej waluty, gdyż nie mogą korzystać z efektów dewaluacji obniżającej międzynarodowe koszty wytwarzania. Aprecjacja euro w stosunku do dolara utrudnia im konkurowanie na światowych rynkach. Natomiast w Polsce popyt efektywny, wskutek znacznego spadku wartości złotego, utrzymuje się na dobrym poziomie. Względnie dobra konkurencyjna sytuacja w Polsce dokonała się częściowo kosztem „wyciekania" popytu z krajów o stabilnych walutach. Zmiana pozycji konkurencyjnej kraju jest szczególnie ważna dla rozmiarów jego zatrudnienia, którego bolesnym społecznie aspektem jest poziom bezrobocia.

Poziom bezrobocia świadczy o sytuacji koniunkturalnej w gospodarce realnej. Z danych Eurostatu za luty 2009 roku (Glapiak, 2009) wynika, że stopa bezrobocia w UE-27 wyniosła 7,9%. W strefie euro stopa wzrosła do 8,5% w lutym 2009 r., (w porównaniu z 7,2% w lutym 2008 r.). W lutym 2009 r. w Niemczech stopa bezrobocia wynosiła 7,4%, a na Słowacji 9,8%. W Polsce, która tradycyjnie miała największe w UE bezrobocie, stopa bezrobocia liczona według metodologii UE w lutym 2009 r. wyniosła 7,4% (7,6%). Tradycyjnie w UE drugim po Polsce krajem pod względem stopy bezrobocia była Hiszpania, w której w lutym bezrobocie osiągnęło 15,5% (9,3%). Szczególnie szybko pogarszała się sytuacja w krajach o usztywnionych kursach walutowych. Na Litwie stopa bezrobocia w lutym 2009 r. osiągnęła 13,7% (4,4% w lutym 2008 r.), a na Łotwie - 14,4% (6,1%). Natomiast w krajach członkowskich UE posiadających zmienne kursy walutowe sytuacja na rynkach pracy była lepsza, np. w Czechach stopa bezrobocia wynosiła 4,9%, a w Bułgarii 5,5%. Nawet na Węgrzech znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej stopa bezrobocia była jednocyfrowa i wynosiła 8,7%.

W Polsce w efekcie spadku wartości złotego w ciągu ostatnich kilku miesięcy koszty produkcji wyrażone w euro znacznie spadły. Równocześnie symetrycznie pogorszyła się konkurencyjność wytwarzania w większości sąsiadujących z Polską krajów członkowskich UE. Odnosi się to tak do krajów, które są w strefie euro (Niemcy i Słowacja), jak i do krajów utrzymujących sztywne kursy walutowe (Litwa, Łotwa i Estonia). Skutki znacznego spadku wartości złotego są już widoczne, np. w Niemczech, gdzie bilans handlowy z Polską z dodatniego przekształcił się w ujemny. Ponadto zmiana kursu walutowego doprowadziła do powstania dużego nierejestrowanego prywatnego importu z terenów przygranicznych, który

jest oparty na kupowaniu przez turystów z sąsiednich krajów niemal o połowę tańszych w Polsce produktów i usług. Ten zagraniczny popyt rejestrowany jest w Polsce jako popyt krajowy. W znacznym stopniu tłumaczy to fenomen utrzymywania się w Polsce - mimo kryzysu - dużego popytu wewnętrznego.

Tak więc z punktu widzenia gospodarki realnej, obecna sytuacja jest dla Polski względnie korzystna. Wzbudza ona jednak zaniepokojenie w krajach członkowskich UE o stabilnych walutach, które są zainteresowane trwałym ograniczeniem osłabiania się złotego w stosunku do euro. Nie oznacza to jednak, że kraje strefy euro są zainteresowane szybkim wejściem Polski do UGW. Wynika to z tego, że siła waluty euro jest uzależniona od siły stojących za nią gospodarek krajów członkowskich. Wejście do strefy euro kraju o słabej walucie osłabi wspólną walutę. Niekorzystny efekt będzie tym silniejszy, im będzie to większy kraj, a jego gospodarka słaba oraz międzynarodowa wiarygodność finansowa niska. Niestety wszystkie te niekorzystne parametry Polska posiada, a więc z punktu widzenia EBC nie jest pożądanym członkiem UGW. Tym można tłumaczyć słabo skrywaną niechęć kierownictwa EBC do rozmów o szczegółach członkostwa Polski w strefie euro. Równocześnie ze strony krajów członkowskich UGW (stanowią one zarazem kierownictwo EBC) istnieje zainteresowanie usztywnieniem kursu złotego, zwłaszcza przy silnym kursie bazowym w stosunku do euro. Natomiast z punktu widzenia Polski usztywnienie kursu złotego bez traktatowych gwarancji wejścia do UGW jest ryzykowne. Pouczający jest tu aktualny przykład Litwy, Estonii i Łotwy, które szybko po wejściu do UE usztywniły kursy swoich walut sądząc, że w zasadniczy sposób zbliżają się do uzyskania członkostwa w strefie euro[4], Tymczasem w ich gospodarkach realnych już są widoczne niekorzystne skutki zmniejszonej konkurencyjności w wyniku odejścia od zmiennych kursów walutowych. Prognozuje się, że PKB tych państw w 2009 r. przypuszczalnie zmaleje następująco: Litwy o ponad 6%, Estonii o około 11%, a Łotwy prawie o 15%. Rezerwy w bankach centralnych tych krajów stopniały również znacząco w wyniku interwencji przeprowadzanych w obronie usztywnionych kursów walutowych. Mimo ich trudnej sytuacji jednak nie widać realnej pomocy EBC dla tych krajów członkowskich UE, które z wytrwałością i dużym poświęceniem uczestniczą w procesie kandydowania do UGW.

Wydaje się, że w trakcie negocjacji z EBC w sprawie warunków wejścia Polski do UGW należy wykorzystać zainteresowanie krajów strefy euro skróceniem perspektywy utrzymywania się słabego złotego w celu poprawy konkurencyjności ich gospodarek. Oznacza to, że nie należy podejmować decyzji w sprawie szybkiego usztywnienia kursu złotego przed ostatecznym wynegocjowaniem z EBC warunków wejścia Polski do UGW. Chodzi tu zapisy w traktacie negocjowanym przez EBC i NBP, który będzie regulował zasady członkostwa Polski w UGW. Całościowe wynegocjowanie wszystkich elementów traktatu będzie trudnym zadaniem. Przypuszczalnie EBC będzie zainteresowany wyrażeniem zgody tylko na szybkie usztywnienie kursu walutowego złotego, jednak bez traktatowego ustalenia pozostałych elementów wchodzenia Polski do strefy euro. Potrzeba determinacji ze strony władz Polski, dla wzmocnienie słabszej pozycji negocjacyjnej NBP w rozmowach z EBC, przez niepodejmowanie decyzji o usztywnieniu kursu przed zakończeniem negocjacji akcesyjnych. Utrzymywanie płynnego kursu złotego do czasu pozytywnego zakończenia negocjacji akcesyjnych do UGW oznaczałoby zmianę deklarowanej przez rządu strategii wchodzenia Polski do strefy euro.

[4] Kurs walutowy w ramach ERM2 kraje usztywniły w następujących terminach: Litwa –VI.2004, Estonia – VI.2004, Łotwa – V.2005.

Potrzeba jednoznacznego ustalenia traktatowych zobowiązań NBP i EBC odnoszących się zwłaszcza do następujących elementów: 1) podziału kosztów interwencji, 2) długości przebywania złotego w ERMI2, 3) poziomu kursu bazowego, 4) wielkości wpłat złota i dewiz przez NBP do EBC, 5) określenia jaka będzie wielkość wpływu Polski na decyzje podejmowane przez EBC po wejściu do UGW.

Podział kosztów interwencji

Należy ustalić w jaki stopniu EBC, a w jakim NBP będą pokrywać koszty interwencji na rynku walutowym w celu utrzymania ustalonego kursu bazowego złotego do euro. W warunkach notowanych obecnie, dużych i szybkich zmian kursu złotego jest to ważny element. Przypuszczalna niechęć EBC do ponoszenia kosztów interwencji walutowych będzie prowadziła do przedłużania się negocjacji, lecz będzie to stało w sprzeczności z chęcią krajów członkowskich UGW do poprawy na krajowych rynkach pracy, poprzez szybkie zakończenie okresu słabego złotego. Dotychczas różne były stanowiska EBC w sprawie partycypacji w kosztach interwencji na rynkach walutowych krajów kandydujących do UGW. Świadczą o tym przykłady dawniej wynegocjowanych umów z bankami centralnymi krajów kandydujących do UGW. Na przykład, w umowie z bankiem centralnym Danii, koszty obrony korony duńskiej w ramach interwencji walutowych w całości pokrywa EBC. Natomiast w przypadku Litwy, EBC nie zgodził się ponosić kosztów obrony lita litewskiego przed atakami kapitału spekulacyjnego. Koszty interwencji w całości ponosi bank centralny Litwy z widocznymi niekorzystnymi skutkami dla wielkości posiadanych rezerw dewizowych kraju. Przedłużający się pobyt lita (już prawie pięć lat) w ERMI2 jest coraz bardziej bezsensownie kosztowny dla Litwy, aczkolwiek jest wygodny dla pozostałych krajów UE. Jednak Litwa nie może wycofać się ze sztywnego kursu walutowego ze względu na reakcje dostosowawcze rynków finansowych, które mogłyby doprowadzić do gwałtownej zmiany kursu walutowego i załamania gospodarczego.

Ewentualna partycypacja EBC w kosztach utrzymania bazowego kursu walutowego ma nie tylko wymiar finansowy, chroniący rezerwy dewizowe banku centralnego kraju kandydującego do strefy euro i tym samym wzmacniający jego płynność dewizową. Ponoszenie kosztów interwencji przez EBC może mieć dla Polski korzystny wpływ przez złagodzenie stanowiska EBC w sprawie oceny stopnia spełnienia kryteriów zbieżności i tym samym krótszy okres przebywania złotego w mechanizmie walutowym ERM2. Na przykład, gdyby EBC zgodził się partycypować w kosztach obrony kursu litewskiego lita, wtedy przypuszczalnie nie byłby tak absurdalnie restrykcyjny w ocenie stopnia spełnienia kryteriów zbieżności przez Litwę. Warto przypomnieć, że litewski lit wprowadzono do mechanizmu kursowego ERM2 natychmiast po uzyskaniu członkostwa EU, już w czerwcu 2004 r. Wniosek Litwy o przyjęcie do eurolandu został w 2007 r. odrzucony przez KE i EBC z powodu zanotowanego poziomu inflacji wyższego o setną część punktu procentowego od wymaganego poziomu referencyjnego. Natomiast obecnie w ramach eurolandu za cichą aprobatą KE i EBC, kryteria zbieżność w odniesieniu do relacji deficytów budżetowych do PKB są przekraczane o blisko 400% w stosunku do wymaganego 3% poziomu referencyjnego. Przekroczenia te mają miejsce w największych krajach członkowskich, a KE nie widzi potrzeby uruchamiania procedury nadmiernych deficytów w celu wyciągnięcia konsekwencji finansowych w stosunku do tych krajów członkowskich UGW.

Długość przebywania złotego w EREMI2

Okres przebywania waluty w ERM2 może być różny. Jego długość zależy nie tylko od tego czy kraj kandydujący spełnił kryteria zbieżności w sposób nominalny, lecz również czy

spełnił w sposób realny, a więc trwały. Określenie stopnia trwałości zależy od jednostronnej decyzji EBC i KE. Zgodnie z art. 121 traktatu z Maastricht, KE jednostronnie ustala czy kraj osiągnął „trwałą zbieżność" (*a high degree of sustainable convergence*), zwaną realną konwergencją. W odróżnieniu od nominalnej zbieżności, trwała zbieżność nie jest zdefiniowana. Przy skrajnym sposobie interpretacji syntetycznym miernikiem trwałej zbieżności może być odległe w czasie wyrównywanie się poziomów dochodu narodowego w przeliczeniu na jednego mieszkańca w kraju kandydującym i w strefie euro. O dużych możliwościach elastycznego interpretowania istniejących przepisów świadczy okres powstawania UGW, gdy badano stopień spełnienia kryterium długu publicznego traktatowo określonego na 60% PKB. W tym czasie dług publiczny we Włoszech wynosił blisko 120% PKB, a w Belgii przekroczył 123% PKB. Przyjęcie tych krajów do UGW było możliwe w oparciu o przepis traktatu z Maastricht mówiący, że kraj może przekroczyć wartość bazową długu w stosunku do PKB, jeżeli wskaźnik tego zadłużenia maleje w zadawalającym tempie. Dzięki takiej „twórczej interpretacji" istniejących przepisów, kraje o zadłużeniu dwukrotnie wyższym od poziomu referencyjnego zostały przyjęte do strefy euro bez czekania na obniżenie ich relacji długu do PKB. W rozmowach akcesyjnych należy więc dążyć do traktatowego określenia jak KE i EBC będą rozumiały termin „realna konwergencja" Polski i czy jej mierniki nie będą wykraczały poza zapisy określające nominalną konwergencją.

Poziom kursu bazowego

Poziom kursu bazowego do euro przy wchodzeniu złotego do ERM2 ma istotne znaczenie dla długookresowej konkurencyjności wytwarzania w Polsce na tle krajów UE. Uzyskanie wspomnianej powyżej zgody EBC na ponoszenie kosztów interwencji walutowych może mieć także korzystny wpływ na zasady ustalania poziomu kursu bazowego. Polska powinna być zainteresowana wchodzeniem do strefy euro przy względnie słabym złotym. EBC ma tendencję do ustalania kursu bazowego waluty kraju kandydującego na wysokim poziomie. Perspektywa ponoszenia kosztów obrony nadmiernie silnego złotego mogłaby wpływać na większą ugodowość EBC przy ustalaniu kursu bazowego na poziomie słabego złotego. Łatwo byłoby uzyskać zgodę EBC na maksymalnie duże pasmo wahań (+/-15%) kursu walutowego wokół kursu bazowego.

W trakcie przebywania waluty w mechanizmie walutowym ERM2 przepisy zabraniają zmiany poziomu kursu bazowego przez przynajmniej dwa lata. Jednak w praktyce jest przestrzegana tylko dolna granica. EBC jest rygorystyczny w niedopuszczaniu do osłabienia waluty krajowej w stosunku do euro, natomiast zgadza się na wzmacnianie waluty przez zmianę kursu bazowego. Taka sytuacja wzmacniania kursu walutowego w trakcie przebywania waluty w ERM2 miała miejsce w czasie wchodzenia Grecji do strefy euro. Podobna sytuacja miała miejsce przy wchodzeniu Słowacji do UGW, gdy EBC dwukrotnie wyraził zgodę na zmianę kursu bazowego w celu wzmocnienia słowackiej korony przebywającej w ERM2.

Wielkość wpłat złota i dewiz przez NBP do EBC

Należy ustalić wielkość wpłat złota i dewiz przez NBP do EBC zgodnie z zasadami subskrypcji oraz z tytułu przypadającego na Polskę obowiązku finansowania części rezerw walutowych EBC. Część z tych kwot już została wpłacona przez NBP po przystąpieniu Polski do UE. Pozostało do wpłacenia kilka miliardów EUR, które NBP będzie musiał zdeponować w EBC przed wejściem Polski do UGW. Wielkość tych kwot oraz terminy wpłat powinny być ustalone podczas negocjacji akcesyjnych.

Wielkość wpływu Polski na decyzję EBC, po wejściu do UGW

Należy ustalić, jaki wpływ po wejściu do UGW będzie miała Polska na decyzje podejmowane przez EBC. Jest to ważne, gdyż polityka pieniężna prowadzona przez EBC ma zasadniczy wpływ na gospodarkę realną w krajach członkowskich UGW. EBC jest najbardziej niezależnym bankiem centralnym na świecie. Wynika to z faktu, że w ramach UGW zrealizowano tylko unię walutową, a nadal nie ma unii gospodarczej. W UE są więc rządy w krajach członkowskich, jednak nie ma jednego unijnego rządu, który mógłby starać się ograniczyć władzę EBC.

Zakres decyzyjny EBC jest ogromny. EBC przyjął na siebie kompetencje decyzyjne dla całego obszaru euro, w zakresie kształtowania strategii pieniężnej w oparciu o rezerwę obowiązkową, operacje otwartego rynku oraz kredyt i depozyt na koniec dnia. EBC ma wyłączność w kształtowaniu i realizowaniu jednolitej polityki pieniężnej. Realizuje tę politykę przez własne działania oraz przez instrukcje i polecenia wydawane podległym narodowym bankom centralnym zgrupowanym w ramach Eurosystemu. Realizacja polityki pieniężnej przez stosowanie konkretnych instrumentów pozostała w gestii narodowych banków centralnych. Proces decyzyjny został scentralizowany w EBC, podczas gdy funkcje wykonawcze są zdecentralizowane w narodowych bankach centralnych. EBC ma w strefie euro wyłączne prawo do: emisji banknotów i bicia monet, ustalania podstawowych stóp procentowych, prowadzenia operacji otwartego rynku, operacji kredytowych, utrzymywania rezerwy obowiązkowej, itp. Posiadanie możliwości wpływania przez kraj członkowski UGW na decyzje podejmowane w EBC ma więc zasadnicze znaczenie dla perspektyw długookresowego rozwoju jego gospodarki. Określenia stopnia przyszłego uczestnictwa Polski w gremiach kierowniczych banku i uzyskanie zobowiązania EBC w tej sprawie będzie trudnym zadaniem. Jednak pozostawienie tego elementu negocjacji na czas późniejszy oznacza, że Polska może nie mieć realnego wpływu na politykę prowadzoną przez EBC.

Poza tym ewentualne stawianie tego zagadnienia przez NBP w terminie późniejszym będzie miało ten skutek, że rozmowy z EBC o wejściu do UGW będą się przedłużały. To zaś będzie przedłużało okres pobytu złotego w ERM2 i zwiększy koszty interwencji walutowych prowadzonych przez NBP. Równocześnie takie informacje o przedłużających się rozmowach z EBC będą odbierane jako narastające trudności Polski z wejściem do strefy euro, a to będzie zachęcać rynki finansowe do ataków spekulacyjnych przeciwko złotemu. W efekcie Polska będzie zmuszona przyjąć narzucone przez KE i EBC warunki członkostwa w UGW, które będzie się charakteryzowało nikłym wpływem lub wręcz brakiem wpływu Polski na decyzje podejmowane przez przyszłe kierownictwo EBC. Taki finał negocjacji akcesyjnych o członkostwo Polski w UGW oznaczałby powtórzenie sytuacji, gdy rząd za wszelką cenę starał się zamknąć negocjacje i uzyskać członkostwo w UE.

Na zakończenie trzeba więc jeszcze raz podkreślić, że w warunkach obecnego kryzysu słaby złoty (a być może będzie on jeszcze słabszy) w stosunku do euro stwarza Polsce względnie korzystną sytuację negocjacyjną w sprawie członkostwa w UGW. Jest tak, bowiem kraje strefy euro, których konkurencyjność w stosunkach gospodarczych z Polską uległa wyraźnemu pogorszeniu, są zainteresowane szybkim i trwałym wzmocnieniem naszej waluty poprzez usztywnienia kursu złotego. Jednak z przyczyn, o których była mowa w artykule będą zapewne starały się to osiągnąć bez traktatowego określenia dalszej drogi do członkostwa Polski w UGW. Natomiast Polska w tej sytuacji powinna dążyć do przeprowadzenia całościowych rozmów akcesyjnych przed wprowadzeniem złotego do ERM2. W tym celu rząd powinien zmienić swoją zapowiadaną strategię akcesji Polski, której podstawową wadą jest jej ograniczenie do jednostronnego usztywnienia kursu walutowego w ramach ERM2 z odłożeniem na później całościowych negocjacji akcesyjnych z EBC.

Literatura

[1] Sulmicki J. (2005): *Stabilność rynków finansowych a wejście Polski do strefy euro*, Warszawa, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2005.
[2] Bratkowski A. – Rostkowski J. (2001): *Albo kryzys walutowy, albo recesja*, „Rzeczpospolita" 11.II.2001, s. B4.
[3] Sierhej R. (2009): *Magia wielkich liczb, czyli czego nie widać z City*, „Rzeczpospolita", 6 kwietnia 2009, s. B11.
[4] Glapiak E. (2009): *Cała Europa traci pracę*, „Rzeczpospolita" z 2 kwietnia 2009 r., s. B2.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

NADZÓR NAD RYNKIEM FINANSOWYM. WYBRANE PROBLEMY NADZORU TRANSGRANICZNEGO

Aleksander Chłopecki[1]

Wprowadzenie

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie pewnych problemów, głównie prawnych, odnoszących się przede wszystkim do nadzoru nad firmami inwestycyjnymi, a w pewnym zakresie również i bankami[2]. Chodzi w szczególności o te ograniczenia polskiego systemu prawnego, które mogą utrudniać, lub wręcz uniemożliwiać sprawną realizację funkcji nadzorczych poza granicami Polski. Ze względu na zakres tego artykułu a jednocześnie tematykę wymagającą pogłębionej analizy (również prawno porównawczą) możliwe jest jedynie zasygnalizowanie pewnych wybranych problemów, uznawanych przez autora subiektywnie za istotne. Można przyjąć, że znacząca część tych problemów dotyka również systemy prawne innych państw unijnych. **W konsekwencji główną tezą tego tekstu, czy słuszną – Czytelnik sam oceni, jest teza iż przyjęta na rynkach finansowych Unii zasada nadzoru państwa siedziby instytucji finansowej jest albo błędna albo w niepokojąco znaczącym zakresie niedopracowana.**

Prawne podstawy nadzoru transgranicznego w Polsce

Jak zasygnalizowano już powyżej, jedną z podstawowych zasad nadzoru nad zagranicznymi firmami inwestycyjnymi jest zasada nadzoru państwa siedziby, a w prawie polskim wyraża ją min. art.118 FinNadzU[3]. Zgodnie tym przepisem zagraniczna firma inwestycyjna prowadząca działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej podlega w innym państwie członkowskim nadzorowi właściwego organu, który udzielił jej zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej z zastrzeżeniem, że nadzór nad przestrzeganiem określonych w przepisach prawa polskiego zasad świadczenia usług maklerskich sprawuje Komisja. Zasada ta, określana mianem zasady nadzoru państwa siedziby, jest zawarta w wielu Dyrektywach i innych aktach prawnych Unii Europejskiej. W przypadku prowadzenia działalności maklerskiej przez firmę inwestycyjną z siedzibą na terenie jednego z państw członkowskich Unii Europejskiej na terenie innego państwa członkowskiego Dyrektywy wskazują na kilka podstawowych zasad. Do najważniejszych należą tu zasada single paszport (prawo do działania na obszarze Unii bez uzyskiwania dodatkowego zezwolenia) i wspomniana już zasada nadzoru Państwa siedziby. Reguły te wynikają z odpowiednich zapisów Dyrektywy MIFID[4] (por. art. 31 i 32 Dyrektywy

[1] Prof. UW dr hab., Kierownik Katedry Prawa Cywilnego, Kierownik Pracowni Prawa Rynku Kapitałowego WPiA, Uniwersytet Warszawski.
[2] W szczególności nie jest przedmiotem rozważań tzw. nadzór skonsolidowany, ubezpieczeniowy etc.
[3] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U.z 2005 r., Nr 183, poz. 1537 z późn. zmianami).
[4] Dyrektywa MIFID - Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG.

MIFID) jak również z inkorporujących je przepisów prawa lokalnego państwa członkowskiego. **Generalnie, chociaż nieco upraszczając, wskazać można, że nadzór realizuje się w trzech podstawowych zakresach – poprzez uzyskiwanie i wymianę informacji o firmie inwestycyjnej/banku, poprzez możliwości kontroli firmy inwestycyjnej/banku (w tym kontroli w miejscu świadczenia usług) i poprzez możliwość stosowania sankcji**.

Odnosząc się do pierwszej z tych kwestii, przepisy FinNadzU zawierają szereg norm odnoszących się o wymiany informacji między organami nadzoru. Przykładowo zatem, zgodnie z art. 20 FinNadzU Komisja Nadzoru Finansowego (dalej – „Komisja") lub jej upoważniony przedstawiciel może przekazywać i otrzymywać od zagranicznego organu nadzoru nad rynkiem papierów wartościowych lub rynkiem finansowym informacje niezbędne w celu prawidłowego wykonywania określonych zadań w zakresie nadzoru, w tym zadań określonych ustawą o nadzorze uzupełniającym. Art. 20 ust 2 FinNadzU wskazuje, że **zasady i tryb udzielania informacji określają porozumienia zawarte przez Komisję z innymi organami nadzoru**. Przepisy wskazują dalej na przesłanki, gdy może nastąpić udzielenie informacji na podstawie tych porozumień. Są to w szczególności przesłanki negatywne. Informacja może być zatem udzielona, o ile jej udzielenie nie spowoduje niekorzystnego wpływu na suwerenność bezpieczeństwo lub interes publiczny Rzeczypospolitej Polskiej jak również przepisy prawa obowiązujące w państwie siedziby zagranicznego organu nadzoru, któremu informacje są przekazywane, zapewniają wykorzystanie takich informacji wyłącznie na potrzeby wykonywania nadzoru lub prowadzenia postępowań administracyjnych lub sądowych w sprawach związanych z wykonywaniem tego nadzoru[5].

Nieco odmienna sytuacja istnieje na gruncie prawa bankowego[6]. Zgodnie z art. 131 ust. 1 ust. 1 PrBankU działalność banków, oddziałów i przedstawicielstw banków zagranicznych, oddziałów i przedstawicielstw instytucji kredytowych podlega nadzorowi bankowemu sprawowanemu przez Komisję Nadzoru Finansowego. Również nadzór nad działalnością oddziału lub przedstawicielstwa banku zagranicznego w kraju oraz oddziału lub przedstawicielstwa banku krajowego za granicą, w tym zakres i tryb dokonywania czynności kontrolnych, może być wykonywany w zakresie uzgodnionym w porozumieniu Komisji Nadzoru Bankowego z właściwymi władzami nadzorczymi. PrBankU zachowuje zasadę nadzoru państwa siedziby, tj. zgodnie z art.141c PrBankU nadzór nad działalnością instytucji kredytowej prowadzącej działalność na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej poprzez oddział lub w ramach działalności transgranicznej sprawują, z zastrzeżeniem pewnych kwestii odnoszących się do płynności płatniczej) właściwe władze nadzorcze państwa macierzystego. PrBankU zawiera również, analogiczne jak FinInstrU regulacje odnoszące się do porozumień. PrBankU zawiera również regulacje odnoszące się do sytuacji (art.141a PrBankU), gdy instytucja kredytowa prowadząca działalność na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej poprzez oddział lub w ramach działalności transgranicznej nie przestrzega przepisów prawa polskiego, Komisja Nadzoru Finansowego początkowo wzywa ją, w formie pisemnej, do przestrzegania przepisów prawa polskiego i wyznacza jej odpowiedni termin do usunięcia stwierdzonych nieprawidłowości. Następnie, po bezskutecznym upływie tego terminu, zawiadamia właściwe władze nadzorcze państwa macierzystego o stwierdzonych nieprawidłowościach. Dopiero w przypadku gdy pomimo zastosowania środków przez właściwe władze nadzorcze państwa macierzystego oddział instytucji kredytowej nadal nie przestrzega przepisów prawa polskiego oraz w przypadku

[5] Podana tu lista ma charakter przykładowy.

[6] PrBank - Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (tekst jednolity: Dz.U.z 2002, Nr 72, poz. 665z późn. zmianami).

nieadekwatności tych środków do zaistniałego naruszenia prawa lub niemożności ich zastosowania na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, Komisja Nadzoru Finansowego może zastosować adekwatne środki. Zastosowanie sankcji z pominięciem powyższej procedury możliwe jest jedynie w nagłych przypadkach. Interesujący i budzący szczególne wątpliwości jest przepis art. 141b PrBankU stwierdzający, że Komisja Nadzoru Finansowego po otrzymaniu od właściwych władz nadzorczych państwa goszczącego informacji, iż bank krajowy wykonujący czynności na jego terytorium poprzez oddział lub w ramach działalności transgranicznej narusza obowiązujące w państwie goszczącym przepisy prawa, może zastosować w stosunku do banku sankcje przewidziane w PrBankU[7] . Przepisy prawa zawierają również szereg innych przepisów odnoszących się do konsultacji z organami nadzoru w innych państwach członkowskich konsultacje (np. w sprawie planowanych działań w zakresie przeciwdziałania zachowaniom naruszającym przepisy prawa, które miały lub mają miejsce na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej i tych innych państw).

Nadzór a podstawy prawne udzielania i wymiany informacji

W tym miejscu dochodzimy do problemu, jaki stwarza analiza przyjętego rozwiązania – **kwestii charakteru prawnego porozumienia**. Porozumienia, o których mowa powyżej zawierane są w formule dwustronnej („zwykłe" *Memorandum of Understanding*) i wielostronnej („*Multilateral Memorandum of Understanding*"[8]). Porozumienia te w istocie są **instytucjami właściwie niemożliwymi do „dopasowania" do polskiego systemu prawnego**. Z jednej strony zawierane są przez organy nadzoru (z reguły- a w prawie polskim zawsze będącymi organami administracji) – z punktu widzenia polskiego systemu prawa będące *statio fisci* – nie są jednak umowami międzynarodowymi (przewodniczący KNF nie posiada umocowania do zawierania takowych) i nie są też oczywiście ratyfikowane. W tym sensie – nie stanowią źródła prawa w znaczeniu systemowym (konstytucyjnym[9]) jednocześnie zaś są nimi funkcjonalnie, skoro od ich zawarcia ustawodawca uzależnia przekazywanie informacji, będących co więcej informacjami objętymi niejednokrotnie tajemnicą zawodową. Z drugiej strony porozumienia te obejmują określone działania i funkcje organów administracji wiążące się wyłącznie ze sferą *imperium* (wykonywaniem funkcji władczych) a ze sferą *dominium* (prawa majątkowe, zobowiązania etc) nie mające nic wspólnego. W związku z tym nie sposób potraktować ich również jako umów cywilnoprawnych. W tym sensie stanowią one rozwiązania *sui generis* o nieokreślonej „przynależności" w systemie prawa i można mówić nawet o pewnej odwadze organu nadzoru w zakresie ich praktycznego stosowania. Dla porządku dodać należy, że zawarcie porozumienia implikuje pewne swoiste obowiązki Komisji. Tak więc, zgodnie z art. 21 ust 2 FinNadzU w przypadku gdy podmioty, będące stronami porozumienia wystąpiły o przekazanie informacji, a Komisja ich nie posiada, niezwłocznie podejmuje ona czynności w celu ich uzyskania lub zawiadamia te podmioty, podając przyczyny braku możliwości uzyskania żądanych informacji.

[7] Czyli, zgodnie z art. 138 ust 3 PrBankU wystąpić do właściwego organu banku z wnioskiem o odwołanie prezesa, wiceprezesa lub innego członka zarządu banku bezpośrednio odpowiedzialnego za stwierdzone nieprawidłowości, zawiesić w czynnościach członków zarządu, do czasu podjęcia uchwały w sprawie wniosku o ich odwołanie przez radę nadzorczą na najbliższym posiedzeniu; zawieszenie w czynnościach polega na wyłączeniu z podejmowania decyzji za bank w zakresie jego praw i obowiązków majątkowych, ograniczyć zakres działalności banku lub jego jednostek organizacyjnych, nałożyć na bank karę finansową w wysokości do 1.000.000 zł, uchylić zezwolenie na utworzenie banku i podjąć decyzję o likwidacji banku.

[8] Ściśle rzecz biorąc - MOU – Multilateral Memorandum of Understanding concerning consultation and cooperation and the exchange of information,

[9] Por. art. 87 Konstytucji.

Reasumując – instrumentarium prawne nadzoru nad firmami inwestycyjnymi w zakresie udzielania i wymiany informacji nasuwa poważne wątpliwości od strony konstytucyjnej i systemowej.

Nadzór a podstawy prawne wykonywania kontroli transgranicznej

W zakresie prawa administracyjnego – a w tym obszarze systemu prawnego mieszczą się regulacje kontrolne i nadzorcze zasadą jest terytorialny zasięg norm[10]. Udzielanie pomocy prawnej i uznawania wyroków sądów innych państw nie prowadzą *per se* do umożliwienia transgranicznego stosowania prawa. Wydaje się, że terytorialny zasięg norm – w tym przypadku – przepisów FinInstrU i PrBankU, prowadzić powinny w analizowanej kwestii do następujących wniosków. Uprawnienia nadzorcze i kontrolne Komisji stosunku do danego podmiotu odnoszą się do jego działalności w całej (objętej nadzorem) sferze organizacyjnej. Oznacza to również nadzór nad działalnością oddziałów. Literalne brzmienie przepisów prowadzić powinno zatem do wniosku, że Komisja ma prawo przeprowadzać czynności kontrolne również w oddziale zlokalizowanym na obszarze innego państwa. Firma inwestycyjna lub bank mają zaś obowiązek umożliwić taką kontrolę, również na obszarze innego państwa. Teza przeciwna mogłaby być teoretycznie postawiona, wyłącznie w przypadku kolizji praw – tj. w przypadku, gdyby wykonywanie kontroli przez przedstawicieli Komisji, pozostawałoby w sprzeczności z porządkiem prawnym tego państwa trzeciego. Z reguły prawa krajowe nie wypowiadają się w kwestii możliwości nadzoru państwa siedziby innego niż państwo członkowskie (por. art. 26 ust.6 FinNadzU) – dopuszczając konkludentnie możliwość dokonywania takiej kontroli zarówno przez państwo siedziby jak i państwo przyjmujące. Przykładowo zatem – oddział zagranicznego banku np. z USA podlegałby nadzorowi zarówno kraju przyjmującego jak i macierzystego (por. art. 41 i 131 PrBankU) i jakkolwiek w FinInstrU i FinNadzU brak jest rozwiązań analogicznych zawartych w powoływanych przepisach PrBank, to należy uznać, że samo prawo kontroli organu nadzoru państwa macierzystego, nie pozostawałoby w sprzeczności z zasadami prawa polskiego, jakkolwiek niewątpliwie prawo krajowe Rzeczypospolitej Polskiej nie zawiera norm odnoszących się do przymusu podlegania kontroli lub sankcji za niedopuszczenie do przeprowadzenia kontroli przez organy państwa obcego, w którym znajduje się siedziba podmiotu nadzorowanego. Dodać w tym miejscu należy, że zawarta w prawie unijnym zasada nadzoru państwa siedziby oznaczać ma co do zasady ograniczenie nadzoru państwa przyjmującego a nie nadanie uprawnień nadzorczych organowi państwa siedziby, które to uprawnienia wynikają z prawa krajowego państwa członkowskiego.

Teoretycznie zatem transgraniczna kontrola jest możliwa. Podstawowym problemem jest jednak **problem transgranicznego obowiązywania przepisów jednego kraju na obszarze drugiego i kwestii korelacji funkcji nadzorczych na obszarze Unii**. Zadajmy zatem kilka prostych pytań odnoszących się do funkcjonowania nadzoru załóżmy odnoszącego się do zagranicznej firmy

[10] Problem transgranicznego obowiązywania prawa nie jest oczywiście kwestią nową. Jest on jednak przedmiotem rozwiązań przede wszystkim na gruncie prawa cywilnego i karnego, w pewnym jedynie i ograniczonym zakresie na gruncie prawa administracyjnego. Tak więc w prawie cywilnym wskazać można przykładowo na Konwencję o jurysdykcji i wykonywaniu orzeczeń sądowych w sprawach cywilnych i handlowych (tzw. Konwencja z Lugano, Dz.U.z 2000, nr 10, poz. 132). W zakresie prawa karnego – por. np. Europejską Konwencję o pomocy prawnej w sprawach karnych (Dz.U. z 1999 , Nr 76, poz. 854 z późn. zmianami) lub np. Europejską Konwencję o Ekstradycji (Dz.U.z 1994, Nr 70, poz.307 z późn. zmianami). W zakresie prawa administracyjnego por. np. Konwencję o wzajemnej pomocy administracyjnej w sprawach podatkowych (Dz.U. z 1998, Nr 141, poz. 913) lub też Konwencję sporządzoną na podstawie artykułu K.3 Traktatu o Unii Europejskiej w sprawie wzajemnej pomocy i współpracy między administracjami celnymi (Dz.U.z 2008, Nr 6, poz.31).

inwestycyjnej na obszarze Polski. Pierwszym i podstawowym pytaniem jest, czy normy prawa obcego są wiążące na terenie Polski i w jakim zakresie? Pomijając kwestie możliwości wyboru prawa w kontrakcie zawartym między stronami, co jest zasadniczo rolą prawa prywatnego międzynarodowego, nadzór wykonywany jest "przy pomocy" norm prawa administracyjnego i ewentualnie - karnego. Co do pierwszych nie ma generalnie wątpliwości iż są one zakresowo i terytorialnie ograniczone wyłącznie do obszaru państwa w którym są ustanowione. W przypadku drugich sytuacja jest w wielu punktach odmienna (ze względu na stosunkowo szerokie uregulowania umów międzynarodowych-por. przypis nr 9), ich rola w nadzorze jest jednak ograniczona. Konstatacja o jedynie terytorialnym obowiązywaniu norm prawa administracyjnego rodzi następne pytania - poczynając od tego, czy urzędnik zagranicznego organu nadzoru ma status funkcjonariusza państwowego - po fundamentalne pytanie, czy jest w ogóle uprawniony do wykonywania jakichkolwiek funkcji kontrolnych w sytuacji, gdy normy prawne dające mu to uprawnienie na danym obszarze o prostu... nie obowiązują. Są to pytania retoryczne. Nie obowiązują zaś nie tylko normy odnoszące się do kontroli ale i co do zasady wszelkie normy odnoszące się do administracyjnoprawnie ukształtowanych obowiązków danego podmiotu (czyli obowiązku poddania się owej kontroli[11]), z wyjątkiem tych, które z istoty są "zlokalizowane" w siedzibie nadzorowanego podmiotu - np. obowiązek posiadania kapitału zakładowego w określonej wysokości.

Odnosząc się do przykładu kontroli można wprawdzie uznać, że podmiot kontrolowany jest wprawdzie uprawniony do „wpuszczenia" zagranicznego kontrolera, tak jak każdej osoby fizycznej, powstaje jednak pytanie czy sama zasada nadzoru państwa siedziby jest wystarczającą podstawą np. do umożliwienia uzyskania owemu „nieumocowanemu" kontrolerowi dostępu do tajemnicy zawodowej?

Reasumując – instrumentarium prawne nadzoru nad firmami inwestycyjnymi w zakresie kontroli oddziału zlokalizowanego na obszarze państwa obcego, nawet w granicach Unii nasuwa poważne wątpliwości co do swojej skuteczności i zakresu uprawnień przysługujących kontrolerom.

Nadzór a podstawy prawne transgranicznego nałożenia sankcji administracyjnych

Kolejnym element czynności nadzorczych to możliwość wymuszenia na podmiotach nadzorowanych określonych zachowań. Dokonuje się to poprzez nałożenie wskazanych w przepisach prawa sankcji administracyjnych. Zgodnie z zasadą nadzoru państwa siedziby, organ nadzoru może, za działania dokonywane na obszarze innego państwa nałożyć karę administracyjną.

Czy jednak istotnie może? Jeżeli wspomniane i wskazane przez organ administracji działanie dotyczyło bezpośrednio centrali (lub oddziału) banku znajdujących się na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej i Komisja w postępowaniu administracyjnym wykaże, że działanie takie jest sprzeczne z przepisami prawa polskiego – z pewnością możliwe jest ukaranie firmy inwestycyjnej/banku. O ile jednak określone działanie odnosić się będzie **wyłącznie** do działania zagranicznego oddziału powstaje oczywisty paradygmat. Zakres terytorialny obowiązywania prawa polskiego nie rozciąga się (wbrew sugestii płynącej z art. 141b PrBankU) na obszar innego państwa członkowskiego. **Komisja nie może zatem „sądzić" danego podmiotu na**

[11] Przykładowo oddział greckiego banku w Polsce może zasadnie wskazać, że przepisy prawa greckiego nie obowiązują w Polsce- nie jest zatem zobowiązany do umożliwienia kontroli greckiemu organowi nadzoru, z kolei polskie przepisy wskazują tu na zasadę wykonywania nadzoru przez grecki organ nadzoru…

podstawie prawa polskiego, skoro nie znajduje ono zastosowania na obszarze innego państwa, tym bardziej że określone działania lub zaniechanie może być przez to prawa oceniane zupełnie inaczej. Jednocześnie zaś Komisja nie ma żadnego uprawnienia do stosowania prawa obcego. Przykładowo – polski sąd grodzki nie będzie sądził obywatela polskiego za przekroczenie prędkości dokonane we Francji, skoro nie obowiązuje tam polskie prawo o ruchu drogowym, nie zastosuje również prawa francuskiego, bo co do zasady zobowiązany jest stosować prawo polskie...
Reasumując – instrumentarium prawne nadzoru nad firmami inwestycyjnymi w zakresie stosowania sankcji odnoszących się do działalności oddziału zlokalizowanego na obszarze państwa obcego (o ile działalność ta nie odnosi się do działania podmiotu nadzorowanego jako całości), nawet w granicach Unii nasuwa poważne wątpliwości co do swojej skuteczności.

Wnioski

Jak już wskazywałem ramy tego artykułu nie pozwalają na szczegółowa analizę – zwłaszcza prawno-porównawczą. Ekstrapolując (co według wiedzy autora tego artykułu jest zasadniczo uzasadnione) powyższe rozważania na obszar systemów prawnych innych państw Unii Europejskiej prowadzą do wniosku, że transgraniczne mechanizmy nadzoru Unii Europejskiej wymagają zasadniczego przemyślenia i reformy. Nie podejmuję się określić, czy i w jakim zakresie opisane powyżej problemy mogły lub mogą mieć wpływ na obecny kryzys gospodarczy. Z pewnością jednak obecny kryzys nie jest ani pierwszym ani ostatnim, a złagodzeniu kolejnych sprzyjałoby, być może, wypracowanie skutecznych transgranicznych mechanizmów nadzoru, które w wieku punktach po prostu nie działają.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

SEKTOR PUBLICZNY W POLSCE. EFEKTYWNOŚĆ W DOBIE KRYZYSU[1]

Tomasz Skica[2], Tadeusz Pomianek[3], Robert Pater[4], Elżbieta Tarnawska[5]

Wprowadzenie

Poważny kryzys gospodarki światowej czyni szczególnie ważną odpowiedź na pytanie: czy w polskiej rzeczywistości są obszary charakteryzujące się niegospodarnością i nieefektywnością? Autorzy artykułu podjęli próbę oceny sektora publicznego i wskazali rządzącym zakres, ich zdaniem, pilnych działań.

Analiza, przyjmująca za cel ocenę stanu sektora publicznego w Polsce, opiera się na badaniu wytypowanych wskaźników przyjętych jako wyznaczniki kształtu i specyfiki sektora publicznego w Polsce, a następnie nałożeniu ich na parametry opisujące sektor publiczny w przekroju państw członkowskich UE oraz OECD[6]. Weryfikacja ich wartości i kierunków zmian na przestrzeni badanego okresu umożliwia ocenę uwarunkowań organizacji i funkcjonowania tego sektora, tworząc tym samym podstawę dla prób oceny jego efektywności. Analiza przeprowadzona została w trzech uzupełniających się płaszczyznach obejmujących kolejno wybrane elementy finansów publicznych, zatrudnienie w sektorze publicznym i prywatnym oraz efektywność sektora publicznego.

Alokacja i redystrybucja środków publicznych

Redystrybucja sprowadza się do wtórnego podziału dochodów w gospodarce. Środki odciągane z sektora prywatnego, np. w postaci podatków, podlegają kierowaniu do sfery wytwarzania dóbr publicznych, takich jak administracja publiczna. Mając świadomość wyższej wydajności sektora prywatnego za zasadne uznać należy ograniczanie redystrybucji poprzez zmniejszenie roli państwa w procesach gospodarczych, a rozszerzenie swobody działania mechanizmu rynkowego (Dynus, 2007).

---

[1] Niniejsza analiza bazuje na publikacjach i danych statystycznych Eurostatu, OECD oraz GUS, odnoszących się do wyników podawanych dla skonsolidowanego sektora general government (przyp. aut.).

[2] Doktor nauk ekonomicznych, adiunkt w Katedrze Finansów i Bankowości Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie.

[3] Prof. nadzw. dr hab. inż. Tadeusz Pomianek, Rektor Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie.

[4] Pracownik naukowy Instytutu Gospodarki Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie.

[5] Asystent w Katedrze Ekonomii Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie.

[6] Przyjęte do badań wskaźniki wytypowano w oparciu o analizy studialne literatury przedmiotu obejmujące pozycje takich autorów jak: S. Owsiak, *Sektor publiczny a finanse publiczne – stan i perspektywy*, [w:] *Stan i perspektywy sektora publicznego w gospodarce rynkowej. Wnioski dla Polski*, red. J. Kleer, CEiRB Olympus, Warszawa 2004; A. Karpiński, S. Paradysz, *Sektor publiczny w krajach Unii Europejskiej*, [w:] *Sektor publiczny w Polsce i na świecie między upadkiem a rozkwitem*, red. J. Kleer, CeDeWu, Warszawa 2005; V. Tanzi, *The Role of the State and the Quality of the Public Sector*, International Monetary Fund Working Paper, Washington, March 2000; A. Williams, E. Giardina, *Efficiency in the Public Sector: the Theory and Practice of Cost-Benefit Analysis*, Edward Elgar Publishing, London 1993; R. Musgrave, P. Musgrave, *Public Finance in Theory and Practice*, McGraw-Hill, New York 1989.

Tabela 1. Redystrybucja (dochody publiczne jako % PKB) w UE-27, Islandii oraz Norwegii

2000*	Dochody	2007	Dochody
Średnia dla UE	43,08	Średnia dla UE	43,10
Minimum dla UE (Łotwa)	34,60	Minimum dla UE (Słowacja)	32,70
Maksimum dla UE (Szwecja)	59,30	Maksimum dla UE (Szwecja)	56,20
Unia Europejska (27 krajów)	b.d.	Unia Europejska (27 krajów)	45,00
Strefa Euro (15 krajów)	46,20	Strefa Euro (15 krajów)	45,50
Polska	38,10	Polska	40,00
Islandia	43,60	Islandia	48,20
Norwegia	57,70	Norwegia	58,30

* Z wyjątkiem Bułgarii i Rumunii.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych Eurostatu (data dostępu 10.05.2009 r.).

W UE przez system finansów publicznych przechodzi niemalże połowa PKB. Dochody publiczne we Wspólnocie stanowią średnio 43,10% PKB, a wydatki 43,20% (por. tabela 1). Państwem o najwyższym poziomie zarówno stopy alokacji, jak i skali redystrybucji, pozostaje Szwecja, w której pomimo spadku omawianych wskaźników, w całym badanym okresie ich poziom w dalszym ciągu znacznie przewyższał średnią unijną. W odniesieniu do wydatków wynik ten wyniósł 52,70% (tj. o 9,5 p.p. więcej aniżeli średnia dla UE-27), a w relacji do dochodów 56,20% (tj. o 13,1 p.p. więcej niż średnio w UE). Najniższy zakres ingerencji sektora w gospodarkę stanowi domenę Słowacji, która zarówno w relacji do dochodów (32,70% PKB), jak i wydatków (34,60% PKB) znacząco odbiega od średniej unijnej (por. tabela 2).

Tabela 2. Alokacja (wydatki publiczne jako % PKB) w UE-27, Islandii oraz Norwegii

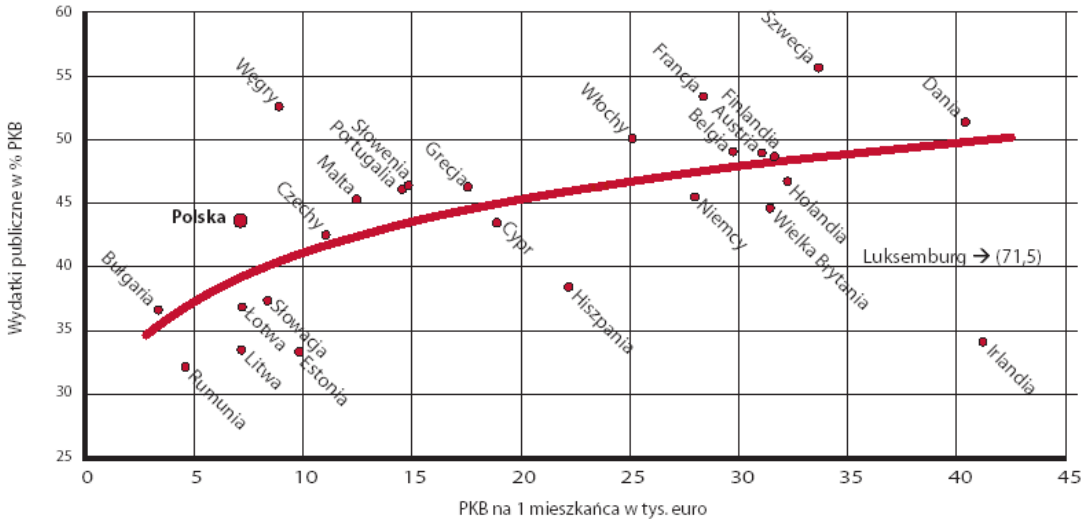
2000*	Wydatki	2007	Wydatki
Średnia dla UE	44,03	Średnia dla UE	43,20
Minimum dla UE (Irlandia)	31,50	Minimum dla UE (Słowacja)	34,60
Maksimum dla UE (Szwecja)	55,60	Maksimum dla UE (Szwecja)	52,70
Unia Europejska (27 krajów)	b.d.	Unia Europejska (27 krajów)	45,80
Strefa Euro (15 krajów)	46,30	Strefa Euro (15 krajów)	46,20
Polska	41,10	Polska	42,00
Islandia	41,90	Islandia	42,80
Norwegia	42,30	Norwegia	40,90

* Z wyjątkiem Bułgarii i Rumunii.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych Eurostatu (data dostępu 10.05.2009 r.).

Pomimo malejącej nadwyżki wydatków nad dochodami (w roku 2000 różnica wynosiła 3 p.p., a w 2007 r. 2 p.p.), niepokojący wydaje się fakt utrzymującego się wzrostu ingerencji sektora publicznego w polską gospodarkę. W badanym okresie w relacji do dochodów ów wzrost wyniósł blisko 2%, a w odniesieniu do wydatków niespełna 1%. Na uwagę zasługuje również fakt, że poziom alokacji w Polsce przewyższa wartości analogicznego wskaźnika dla takich krajów, jak Rumunia (37,30%) oraz Bułgaria (41,50%), nie wspominając o republikach bałtyckich (Litwa 35,20%, Łotwa 37,70%, Estonia 35,50%) czy też Słowacji (34,60%).
Według kryterium stopy redystrybucji rezultat Polski przewyższa o 5,3% wyniki Rumunii. Z kolei w relacji do krajów nadbałtyckich rozdźwięk ten waha się od 1,8% dla Estonii do 6,10% dla Litwy. W przypadku Słowacji różnica ta wynosi aż 7,3%. Znamienny jest również fakt, że zakres redystrybucji finansów publicznych w Europie jest większy niż w wysokorozwiniętych krajach spoza kontynentu. Zarówno w USA, jak i Japonii udział dochodów publicznych w produkcie krajowym brutto kształtuje się od kilkunastu lat na stabilnym poziomie ok. 32-33% (Dynus, 2007).

Dla prawidłowej optyki porównań w zakresie stopy alokacji należy odnieść się do zależności funkcyjnej rozmiaru wydatków publicznych od poziomu gospodarczego kraju, mierzonego indeksem PKB per capita. Przeprowadzona analiza wykazuje (zgodnie z prawem A. Wagnera), że im wyższy jest poziom rozwoju gospodarki, tym większy jest pułap wydatków publicznych. Fakt ten dodatkowo wzmacnia charakterystyka ustroju danego kraju. Im mniej jest bowiem w ustroju państwa cech liberalizmu, a więcej cech socjalizmu[7], tym większy jest rozmiar wydatków publicznych. Stąd też, prawidłowa ocena poziomu wydatków powinna obejmować analizę ich relacji w stosunku do PKB, wyłącznie w ścisłej konfrontacji z indeksem PKB per capita. Dokonywany w ten sposób pomiar wydatków publicznych w Polsce wykazuje, że są one większe od poziomu sugerowanego na wykresie przez poziom rozwoju gospodarczego kraju (por. wykres 1). Można tym samym stwierdzić, że Polska należy do państw UE o największym stopniu opiekuńczości obok takich krajów jak Węgry, Szwecja i Francja (Polarczyk, 2007).

Wykres 1. Związek wielkości wydatków publicznych z poziomem gospodarczym UE-27



Źródło: K. Polarczyk, *Wydatki publiczne w Polsce na tle państw Unii Europejskiej*, Biuro Analiz Sejmowych (BAS) 2007, nr 22, s. 2.

Wydatki publiczne w ujęciu segmentów finansów publicznych

Kolejną płaszczyznę porównawczą stanowi struktura wydatków analizowana według segmentów finansów publicznych. Rozróżnienie to wskazuje na rodzaje, a także znaczenie funduszy wypłacających środki publiczne. Osią, wokół której koncentrują się finanse państwa, jest budżet centralny. Niemniej jednak nie jest on jedynym „funduszem" gromadzącym i wydatkującym środki publiczne. Obok niego funkcjonują bowiem budżety jednostek samorządu terytorialnego, fundusze celowe, podmioty gospodarki pozabudżetowej oraz inne. Przedstawiona złożoność struktur sektora, zadecydowała o podziale przez Eurostat funduszy publicznych w przekroju trzech segmentów, odpowiadających ustrojowi państw unitarnych (por. wykres 2).

[7] Państwa umiejscowione na wykresie powyżej krzywej określane są mianem państw socjalnych.

Wykres 2. Wydatki publiczne w ujęciu segmentów finansów publicznych w UE-27

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: K. Polarczyk, *Wydatki publiczne…, op.cit.*, s. 2 i 3.

W relacji do przeciętnej dla UE (ok. 27%), Polska odznacza się wysokim udziałem wydatków realizowanych przez fundusze ubezpieczeń społecznych. W analizowanym okresie wyniósł on średnio ok. 35%[8]. Nieznacznie wyższy odsetek stanowił domenę Grecji i Słowenii. Wyjątkiem była natomiast Francja, w której udział wskazanego segmentu w odniesieniu do całego sektora przekraczał 46%. Z kolei, porównując wydatki funduszy szczebla centralnego w kraju i pozostałych państwach unitarnych Wspólnoty, należy zauważyć, że w relacji do przeciętnej dla UE (ok. 45%), ich poziom w Polsce ocenia się jako niski. Dla badanych lat wyniósł on średnio ok. 33,6%. Niższy poziom wydatków tego segmentu odnotowano jedynie w Holandii, Danii oraz Finlandii. Odwrotnie przedstawia się natomiast sytuacja segmentu samorządowego, którego udział w strukturze sektora w Polsce jest większy (ponad 31%) niż przeciętna dla krajów unitarnych UE (ok. 27,5%). Badania wykazują, iż najniższy udział procentowy segmentu samorządowego w całościowej strukturze sektora występował w Grecji (7%) oraz Portugalii (13%), a zdecydowanie najwyższy w Szwecji (44%) oraz Danii (63%), (por. Polarczyk K., 2007, s. 3).
Należy zaznaczyć, iż struktura wydatków publicznych w Polsce, weryfikowana w przekroju poszczególnych składowych sektora, jest najbardziej zbliżona do ich układu w Holandii, Włoszech i Francji. Natomiast największe różnice występują w przypadku porównań ze strukturą wydatków Irlandii oraz Wielkiej Brytanii (charakterystyczna dla tych krajów koncentracja na szczeblu centralnym przy braku rozwiniętego podsektora ubezpieczeń społecznych) oraz w Danii i Szwecji (koncentracja wydatków publicznych na szczeblu lokalnym). Warto dodać, że w ostatnich 10 latach zmiany struktury wydatków w państwach unitarnych Wspólnoty postrzegane przez pryzmat wskazanych segmentów były jedynie nieznaczne.

Wydatki publiczne wg kryterium przeznaczenia ekonomicznego

Analiza materiału statystycznego wykazała, że struktura wydatków publicznych według kryterium przeznaczenia ekonomicznego w Polsce (por. tabela 3) jest bardzo podobna do średniej UE-27.

Tabela 3. Struktura wydatków publicznych według przeznaczenia ekonomicznego w 2007 r. w Polsce, UE-27 oraz Strefie Euro

Rodzaje wydatków	Poszczególne kategorie wydatków jako % wydatków ogółem				
	Strefa Euro	Polska	Średnia UE	Najmniejszy	Największy
Wydatki ogółem	100,00	100,00	100,00		
Zużycie dóbr i usług	10,8	14,2	14,1	Belgia (7,3)	Z. Królestwo (27,4)
Wynagrodzenia pracowników	21,7	22,9	24,9	Niemcy (15,7)	Cypr (33,7)
Odsetki	6,4	5,8	4,7	Estonia (0,5)	Włochy (10,3)
Subsydia	2,6	1,5	2,9	Grecja (0,3)	Austria (6,8)
Świadczenia społeczne	45,6	38,7	37,3	Łotwa (21,4)	Niemcy (55,8)

[8] W Polsce na szczeblu centralnym funkcjonuje ok. 30 funduszy celowych, w tym fundusze ubezpieczeń społecznych. Zgodnie z definicją Eurostatu w niniejszej analizie włączono do nich NFZ. Z kolei w statystykach krajowych Ministerstwo Finansów nie ujmuje NFZ w ramach funduszy ubezpieczeń społecznych (przyp. aut.).

Inne wydatki bieżące	4,6	5,6	5,4	Litwa (3,4)	Cypr (10,2)
Transfery kapitałowe	2,7	1,3	2,7	Szwecja (0,6)	Bułgaria (9,2)
Nakłady inwestycyjne	5,5	10,0	8,0	Austria (1,9)	Łotwa (16,4)

Źródło: *Government Finance Statistics, Summary tables, Data 1997–2007*, Eurostat 2008.

Porównując zużycie dóbr i usług, Polska przypomina gospodarkę czeską, irlandzką, słoweńską i węgierską. Zestawienia kolejnych płaszczyzn w obszarze struktury wydatków publicznych w Polsce uwydatniają dalsze podobieństwa. Polska przeznacza na wydatki bieżące 5,6% co odpowiada wartości tego wskaźnika dla Danii, Austrii, Węgier, Słowacji, a nawet Finlandii. Z kolei pod względem nakładów ponoszonych na subsydia odpowiada wskaźnikom dla Wielkiej Brytanii, Łotwy oraz Bułgarii i Irlandii.

Polska na tle UE-12 ma najniższy poziom transferów kapitałowych (1,3%). Odbiega pod tym względem zarówno od średniej dla nowych krajów członkowskich (3,0%), jak i średniej dla UE-27 (2,7%). Niemalże analogiczna sytuacja ma miejsce w odniesieniu do subsydiów. Gorszy wynik aniżeli Polska, tj. 1,5% ogółu wydatków sektora, posiada jedynie Cypr (1,0%), podczas gdy średnia dla UE-12 to 2,8%, a dla Malty – 4,8%. Ponadto Polskę cechuje niższy aniżeli średnia dla nowych państw UE (10,7%) udział inwestycji w ogóle wydatków sektora (10,0%). Według danych za rok 2007, niższą wartość tego wskaźnika odnotowało pięć państw „nowej Unii", tj. Słowenia (8,9%), Malta (8,0%), Węgry (7,2%), Cypr (6,8%) oraz Słowacja (5,0%). Różnica ta nie jest drastyczna. Uwydatnia się ona jednak, jeżeli porównać wynik dla Polski z nakładami ponoszonymi na ten cel przez Łotwę (16,4%) oraz Rumunię (15,4%). Warto podkreślić, że omawiany wskaźnik za lata 2000-07 dla Polski pokazuje ich wzrost na poziomie zaledwie 4,2%, podczas gdy dla Bułgarii wynosi on 4,3%, dla Rumunii – 7,3%, dla Litwy – 8,7%, a dla Łotwy – aż 12,8%. Wynik dla Polski jest więc zdecydowanie lepszy od dynamiki wzrostu w UE-27 (2,2%) oraz państw Strefy Euro (2,3%), lecz jednocześnie gorszy w porównaniu do opisanych wyżej krajów.

W Polsce, w konfrontacji z nowymi państwami UE, więcej wydatkuje się na świadczenia społeczne. Obejmują one głównie transfery socjalne dla gospodarstw domowych. Środki przeznaczane na ten cel stanowią 38,7% ogółu wydatków, wobec średniej dla UE-12 wynoszącej 33,2%. Pomimo spadku ich wartości (w roku 2000 stanowiły one 43,7% całości wydatków sektora), udział wydatków tej kategorii nadal przewyższa średnią dla UE-27, wynoszącą 37,3%. Warto również podkreślić, że wydatki na świadczenia społeczne przewyższają poziom wydatków na wynagrodzenia pracowników. W odniesieniu do tej kategorii średnia dla „nowej Unii" wynosi 25,6%, a dla UE-27 – 24,9%.

Tabela 4. Wydatki na wynagrodzenia i świadczenia socjalne jako % ogółu wydatków publicznych w 2007 r. (wybrane państwa UE-12)

Kategorie wydatków	Słowacja	Czechy	Polska	Słowenia	Węgry	Bułgaria	Rumunia
1. Wynagrodzenia	19,6	17,9	**22,9**	24,9	23,0	21,7	25,6
2. Świadczenia socjalne	46,4	42,6	**38,7**	38,6	36,3	29,3	27,0
Różnica (1-2)	- 26,8	- 24,7	**- 15,8**	- 13,7	- 13,3	- 7,6	- 1,4

Źródło: *Government Finance Statistics, Summary tables, Data 1997–2007*, Eurostat, 2008.

Jeszcze większe zróżnicowanie badanych wielkości uwidacznia analiza przeprowadzona w relacji do państw UE-15. Rozpiętość w średniej wartości wyników sięga poziomu 16,3%, podczas gdy dla UE-12 – ok. 7,6%. Ponadto zestawienie wielkości minimum dla wynagrodzeń (15,7%) i świadczeń socjalnych (28,5%) oraz ich wielkości maksymalnych (wynoszących odpowiednio 33,1% i 55,8%) stanowi o różnicy oscylującej w przedziale od 17,4% do 27,3%.

Tabela 5. Wydatki na wynagrodzenia i świadczenia socjalne jako % ogółu wydatków publicznych w 2007 r. (wybrane państwa UE-15)

Kategorie wydatków	Niemcy	Austria	Luksemburg	Holandia	Belgia	Francja
1. Wynagrodzenia	15,7	18,8	19,4	20,2	24,2	24,5
2. Świadczenia socjalne	55,8	48,2	47,4	44,1	46,1	44,1
Różnica (1-2)	- 40,1	- 29,4	- 28,0	- 23,9	- 21,9	- 19,6

Źródło: *Government Finance Statistics, Summary tables, Data 1997–2007*, Eurostat 2008.

Według danych za rok 2007, tylko w czterech państwach UE-27 (tj. Łotwie 30,5%, Cyprze 6,5%, Danii 0,9% i Malcie 0,3%) przeznaczano na wydatki związane z wynagrodzeniami więcej aniżeli na świadczenia społeczne. W relacji lat 2000-2007 aż 17 krajów powiększyło na niekorzyść rozdźwięk w wartościach wydatków na wynagrodzenia i świadczenia socjalne. Największa zmiana miała miejsce w przypadku Portugali. W roku 2000 wskaźnik ten wynosił +1,6% (tj. zaznaczył się przewagą wydatków na wynagrodzenia), a w roku 2007 mocno przeważały już wydatki na świadczenia społeczne (- 13,8%).
Według statystyk za rok 2007 dla nowej UE, Polska ma o 1,9% wyższy od średniej wskaźnik wydatków na odsetki (5,8%). Odbiega on jedynie o 2,3% od najgorzej wypadających w tej grupie Węgier. W relacji lat 2000-2007 parametr ten zmniejszył się o 1,4% co w relacji do spadku jego średniej wartości dla UE-27, wynoszącej 2,4%, nie jest wynikiem imponującym. Warto zauważyć, że w tym okresie kraje, takie jak Grecja, Bułgaria czy Rumunia, zmniejszyły wartość tego wskaźnika odpowiednio o 5,8%, 4,4% oraz 4,2%.

Wydatki publiczne wg funkcji władz publicznych

Odmienną płaszczyzną porównawczą w obszarze charakteru i kierunków wydatków publicznych stosowaną powszechnie w statystykach międzynarodowych jest klasyfikacja dokonywana wg funkcji władz publicznych (COFOG[9]). Analiza wydatków publicznych w Polsce dokonana wg tego kryterium wykazuje, że ich struktura jest bardziej zbliżona do średniej UE-12 aniżeli do średniej dla UE-15, a przy tym podobna (choć z pewnymi wyjątkami) do struktury w Słowenii (por. tabela 6).

Tabela 6. Struktura wydatków publicznych według 10 funkcji COFOG w 2007 r. w Polsce, średnio w UE-15 oraz UE-12 w roku 2007.

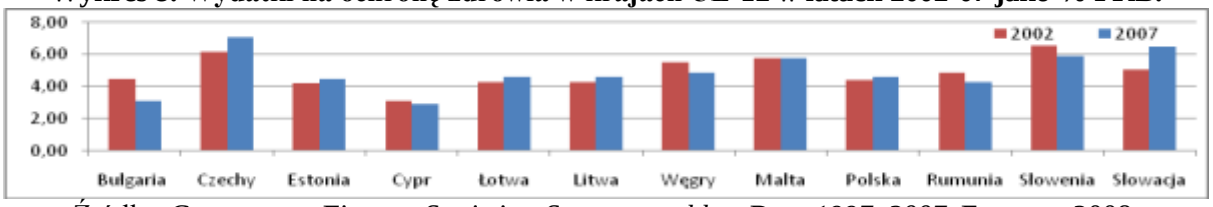
Rodzaje wydatków	Kategorie wydatków jako % wydatków publicznych ogółem				
	UE-15	UE-12	Polska	Najmniejszy	Największy
Wydatki ogółem	100,00	100,00	100,00		
Służby ogólnopaństwowe	13,81	13,93	13,14	Estonia (9,28)	Cypr (23,85)
Obrona narodowa	2,80	3,83	3,30	Luksemburg (0,61)	Rumunia (6,78)
Bezpieczeństwo publiczne	3,39	5,34	4,36	Dania (1,98)	Łotwa (7,48)
Sprawy gospodarcze	9,24	12,96	10,79	Francja (5,36)	Rumunia (18,54)
Ochrona środowiska	1,52	1,94	1,35	Szwecja (0,69)	Malta (3,56)
Gospodarka mieszkaniowa i komunalna	1,91	2,66	2,67	Finlandia (0,74)	Cypr (5,73)
Ochrona zdrowia	14,34	12,40	10,85	Cypr (6,85)	Irlandia (19,84)
Rekreacja, kultura, religia	2,54	3,02	2,66	Grecja (0,83)	Estonia (5,78)
Edukacja	11,53	13,36	13,55	Grecja (6,80)	Estonia (17,50)
Ochrona socjalna	38,92	30,57	37,30	Cypr (23,15)	Niemcy (46,09)

Źródło: *Government Finance Statistics, Summary tables, Data 1997–2007*, Eurostat 2008.

[9] *Classification of the Functions of Government* (COFOG) jest to klasyfikacja wydatków publicznych według standardów OECD, dokonywana wg kryterium funkcji władz, http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=354.

Wyraźna różnica dotyczy mniejszego niż średni dla UE-27 (tj. 13,48%), poziomu wydatków na ochronę zdrowia[10] (10,85%). Rozdźwięk ten jest jeszcze większy jeżeli porównać nakłady na ochronę zdrowia w Polsce na tle UE-15. Rozbieżność ta sięga 3,5% na niekorzyść Polski. W roku 2007, nakłady per capita na ochronę zdrowia w kraju wyniosły 371€, podczas gdy średnio w UE-27 było to 1 446,46€, a w krajach piętnastki 2 172,62€. Nawet w przypadku ograniczenia analizy do krajów nowoprzyjętych, Polska wypada zdecydowanie gorzej. Udział wydatków publicznych na ochronę zdrowia w wydatkach ogółem w Polsce, jest o 167,75€ niższy względem średniej dla UE-12 oraz aż o 632,65€ względem wydatkującej na ten cel najwięcej Słowenii. Wśród nowoprzyjętych członków UE, mniej na ten cel przeznaczały tylko Bułgaria (117,35€) oraz Rumunia (248,03€).

Wykres 3. Wydatki na ochronę zdrowia w krajach UE-12 w latach 2002-07 jako % PKB.



Źródło: *Government Finance Statistics, Summary tables, Data 1997–2007*, Eurostat, 2008.

Aby dokładnie porównać zaprezentowane wielkości, należy odnieść je do PKB. W krajach Strefy Euro w roku 2007 na ochronę zdrowia przeznaczano 6,7% PKB, a na przestrzeni lat 2002-07 (włącznie) nakłady te wzrosły o 0,4%. Dla porównania, średnia wydatków, liczona dla całej Unii wynosi 5,79% PKB, a w krajach nowej UE – 4,9% PKB. W Polsce na ochronę zdrowia przeznacza się zaledwie 4,6% PKB, a więc zdecydowanie poniżej średniej dla UE-27 i UE-12. Analiza dynamiczna wykazuje ponadto, że wzrost nakładów w Polsce na przestrzeni ostatnich lat wyniósł zaledwie 0,2%. Był on tym samym o połowę mniejszy aniżeli w UE-15. Polska ustępuje w tym względzie m.in. takim krajom, jak Czechy (0,9% PKB) czy republiki bałtyckie (0,3%), nie wspominając już o Słowacji, która w badanym okresie zwiększyła wydatki na ochronę zdrowia o 1,40% PKB.

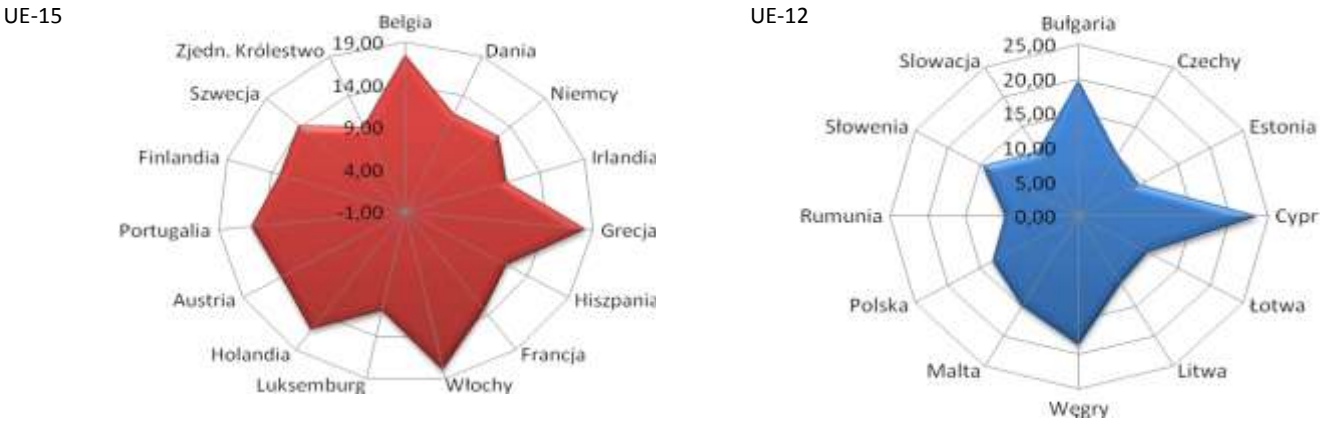
Kolejny aspekt analiz w obszarze struktury wydatków publicznych dotyczy działalności tzw. służb ogólnopaństwowych[11]. W Polsce nakłady związane z ich funkcjonowaniem w ujęciu per capita to wydatek rzędu 449,14€. Dla porównania średnia dla UE-12 to 654,26€, a dla UE-15 wynik ten wynosi 2 049,79€. Oznacza to, iż w kraju na funkcjonowanie organów wykonawczych i ustawodawczych, a także realizację spraw finansowych i skarbowych przeznacza się znacznie mniej niż średnio w całej UE (1 429,56€) oraz rozłącznie w krajach nowej i starej Unii. Podobny wynik daje porównanie udziału wydatków na służby ogólnopaństwowe w relacji do ogółu wydatków publicznych. W tym przypadku wynik dla Polski stanowi 13,14% i jest tym samym o 3,9% mniejszy aniżeli średnia dla UE-27, a przy tym aż o 10,71% niższy aniżeli wynik Cypru, tj. państwa, w którym wydatki na służby ogólnopaństwowe pochłaniają zdecydowanie najwięcej środków publicznych.

[10] Uwzględnia m.in. usługi szpitalne, kliniki i lekarzy praktykujących w zakresie usług dentystycznych, lekarskich i paramedycznych, usługi w zakresie publicznej opieki zdrowotnej, leki, sprzęt medyczny, prace badawczo-rozwojowe w zakresie ochrony zdrowia, Rozporządzenie Rady (WE) nr 2223/96 z 25.06.1996 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych we Wspólnocie, L 310/1.

[11] Działalność ogólnopaństwowa obejmuje m.in. organy wykonawcze i ustawodawcze, sprawy finansowe i skarbowe, sprawy zagraniczne (inne niż pomoc zagraniczna), pomoc gospodarczą dla zagranicy, a także prace naukowo-badawcze oraz usługi ogólnopaństwowe niesklasyfikowane w innych zestawieniach.

Na płaszczyznach wydatków publicznych (tj. obrony narodowej[12] i bezpieczeństwa publicznego[13]) zauważalne są dysproporcje w pozycjonowaniu kraju na tle nowej UE-12 i starej Unii. Polska na wskazane cele przeznacza kolejno 3,30% i 4,36% ogółu wydatkowanych środków, co w przeliczeniu na jednego mieszkańca odpowiada wartości 112,87€ oraz 149,19€. Oba pułapy wskazanych kategorii wydatkowych plasują się poniżej średniej dla UE-12. Ponadto, przedstawione statystyki wskazują, że nakłady krajowego sektora publicznego na obronę narodową na tle UE-12, są ponad dwukrotnie mniejsze, aniżeli nakłady dominującej w tym względzie Rumunii (6,78% ogółu wydatków), ale równocześnie dwukrotnie większe, aniżeli środki przeznaczane na ten cel przez Maltę (1,67%). Z kolei nakłady na bezpieczeństwo publiczne, w relacji do ogółu wydatkowanych środków, pochłaniają kwoty mniejsze o 1% od średniej dla UE-12 oraz o ponad 3% od – wydatkującej na ten cel najwięcej – Łotwy (7,48%).
Porównując wyniki dla Polski, opisujące udział wydatków na wskazane wyżej cele, ze średnią dla UE-15 należy zaznaczyć, że różnią się one nieznacznie. W odniesieniu do obrony narodowej nakłady krajowe są wyższe zaledwie o 0,5% od średniej dla starej UE, natomiast wydatki na bezpieczeństwo publiczne przewyższają średnią dla UE-15 o 1%. Diametralnie inaczej prezentują się statystyki w ujęciu względnym. Zgodnie z nimi Polska w relacji do średniej dla UE-15 wydaje ponad 3,5 krotnie mniej na obronę narodową i ponad 3 krotnie mniej na bezpieczeństwo publiczne. Polska odznacza się tym samym niższymi aniżeli pozostałe państwa UE wartościami tzw. wydatków klasycznych.

Wykres 4. Wydatki na służby ogólnopaństwowe jako % ogółu wydatków publicznych w UE-15 oraz UE-12 w roku 2007



Źródło: *Government Finance Statistics, Summary tables, Data 1997–2007*, Eurostat, 2008.

W relacji do ogółu wydatków publicznych, wartość środków przeznaczanych przez Polskę na sprawy gospodarcze[14] (10,79%) od średniej dla UE-27 odróżnia zaledwie 0,10%. Zbliżoną pod tym względem wartość wskaźnika wykazują Belgia (10,55%), Luksemburg (10,6%) oraz Holandia

[12] Sprawy i usługi związane z obroną narodową obejmują administrację i działalność w zakresie obrony wojskowej i cywilnej, a także pomoc wojskową dla zagranicy. Ponadto w kategorii tej znajdują się również prace B+R w dziedzinie obrony narodowej oraz tzw. pozostała działalność w dziedzinie obrony narodowej, gdzie indziej niesklasyfikowana.
[13] Bezpieczeństwo publiczne to wydatki na utrzymanie policji i straży pożarnej, a także sądownictwa oraz wydatki związane z administrowaniem i działalnością w zakresie więziennictwa.
[14] Zgodnie z definicją Eurostatu sprawy gospodarcze obejmują sprawy i usługi związane z gospodarką paliwowo-energetyczną, sprawy i usługi związane z działalnością rolną, leśnictwem, rybołówstwem oraz łowiectwem. W zakresie tego obszaru wydatków publicznych mieszczą się również sprawy i usługi związane z górnictwem, kopalnictwem (poza paliwami), a także związane z działalnością produkcyjną i budownictwem oraz sprawy i usługi związane z transportem i łącznością.

(10,48%). Ponadto, począwszy od roku 2002 niezmiennie w krajach Strefy Euro na ten cel przeznacza się od 4 do 4,10% PKB. W Polsce wartość ta dla roku 2002 wynosiła 3,5%, a na przestrzeni lat 2002-07 wzrosła do poziomu 4,5%. Porównując Polskę do średniej dla UE, należy zauważyć, że wynik dla kraju na tle nowej Unii jest niższy o 2,16%, a w relacji do UE-15 – o 1,55%. Najmniej w skali UE-27 na sprawy gospodarcze przeznacza Francja (5,36%), a najwięcej Rumunia – 18,54%. Podobny wynik dają porównania w ujęciu nakładów ponoszonych na mieszkańca, według których w naszym kraju na sprawy gospodarcze przeznacza się 369,02€, podczas gdy średnia dla UE-12 wynosi 547,16€, a średnia dla UE-27 to 1 023,86€ (tj. blisko 3-krotnie więcej). W konfrontacji z UE-15 Polska wypada jeszcze słabiej. Średnia wynosi tutaj 1 405,23€, a od najlepszego pod tym względem Luksemburga dzieli ją różnica 2 684,61€. Nakłady w obszarze gospodarki w Polsce są więc ponad 8-krotnie niższe.
Analogiczny rozdźwięk można zaobserwować w odniesieniu do kolejnych kategorii wydatkowych, tj. gospodarki mieszkaniowej i komunalnej[15] oraz ochrony środowiska.

Tabela 7. Nakłady na ochronę środowiska (A) oraz gospodarkę mieszkaniową i komunalną (B) na 1 mieszkańca w UE-12 w roku 2007 (w euro)

Państwo	A	B	Państwo	A	B	Państwo	A	B
Bułgaria	51,07	52,19	Litwa	75,31	25,29	Słowenia	72,28	92,17
Czechy	126,32	141,45	Węgry	70,88	100,34	Słowacja	61,61	76,66
Estonia	96,77	74,12	Malta	200,58	94,65	UE-27	167,33	216,25
Cypr	60,74	495,19	**Polska**	**46,31**	**91,43**	UE-15	238,35	292,75
Łotwa	57,38	117,89	Rumunia	23,32	85,91	UE-12	78,55	120,62

Źródło: *Government Finance Statistics, Summary tables, Data 1997–2007*, Eurostat, 2008.

W okresie 2000-07 (włącznie) Polska przeznaczała 0,6% PKB na ochronę środowiska, podczas gdy w Strefie Euro było to 0,72% PKB, a w UE-27 – 0,8% PKB. Przedstawiona prawidłowość nie odnosi się jedynie do porównań ze „starą UE". Średnia dla nowych państw członkowskich (0,78% PKB) jest również wyższa. Największe nakłady na ten cel przeznaczają Malta (1,5% PKB) i Bułgaria (1,4% PKB). W badanym okresie Malta zwiększyła je blisko dwukrotnie. Należy przy tym zaznaczyć, że nie był to największy przyrost. Litwa w roku 2000 na ochronę środowiska wydatkowała 0,1% PKB. Sukcesywny wzrost nakładów spowodował, że w roku 2007 były to już kwoty 9-cio krotnie większe. W ujęciu względnym różnice są jeszcze większe. Zgodnie z nim w UE-12 mniejsze nakłady na wskazany cel ponosi jedynie Rumunia.
Wydatki na gospodarkę mieszkaniową i komunalną porównywane na poziome udziału wydatkowanych środków w relacji do ogółu wydatków publicznych plasują Polskę (2,67%) na poziomie średniej dla UE-12 (2,66%), a w porównaniu do UE-15 (1,91%) nawet powyżej średniej. Przeniesienie porównań na poziom analiz względnych diametralnie wypacza ten obraz. Według tego kryterium w Polsce w ujęciu per capita wydatki na ten cel wynoszą 91,43€, podczas gdy średnia dla UE-27 to 216,25€, a dla państw starej UE – 292,75€. Nawet w sytuacji zawężenia porównań jedynie do nowych państw członkowskich (dla których średnia to 120,62€), Polska wypada zdecydowanie gorzej. Należy zatem zaznaczyć, że mimo porównywalności wyników w ujęciu absolutnym, analizy odnoszące wydatkowane środki do liczby mieszkańców, plasują Polskę wśród państw prowadzących oszczędną politykę w obszarze gospodarki mieszkaniowej i komunalnej. Co prawda zaprezentowane wyniki przewyższają statystyki dla takich krajów, jak Litwa (25,29€) czy Bułgaria (52,19€), ale równocześnie plasują nas za takimi państwami, jak Węgry (100,34€), Czechy (141,45€) oraz Cypr (495,19€).

[15] Gospodarka mieszkaniowa i komunala obejmuje nakłady ponoszone m.in. na rozwój gospodarki mieszkaniowej, a także usługi związane z zaopatrzeniem w wodę, usługi sanitarne, łącznie z redukcją i kontrolą zanieczyszczeń.

Porównania wydatków na rekreację, kulturę i religię w Polsce wg kryterium ich udziału w PKB, pozycjonują Polskę (1,10% PKB) na poziomie średniej dla UE-27 (1,17% PKB) oraz UE-12 (1,20% PKB). Polska przewyższa pod tym względem szereg państw, wśród których obok Bułgarii (0,8% PKB) i Słowacji (0,7% PKB), znajdują się również Grecja (0,4% PKB) i Niemcy (0,7% PKB). Wynik ten (poza drobnymi wyjątkami) potwierdzają również analizy przekrojowe, porównujące udział wydatków na ten cel z ogólnym poziomem wydatkowanych środków. Obraz ten zaburza jednak analiza w ujęciu nakładów kalkulowanych w przeliczeniu na mieszkańca każdego z państw UE. Pod tym względem Polska z wynikiem 91,08€ odbiega od średniej dla UE-12 (131,15€) oraz plasuje się zdecydowanie poniżej UE-15 (415,34€).
Kolejny wymiar przeprowadzanych analiz dotyka zagadnienia wydatków publicznych w obszarze – edukacja[16]. Średnia wartość odsetka PKB przeznaczanego na wydatki związane z edukacją dla państw UE-27 wynosi 5,29% i na przestrzeni lat 2000-07 wzrosła zaledwie o 0,1%. Wynik dla Polski to 5,7% PKB, a jego porównanie z rokiem bazowym wskazuje na wzrost nakładów na ten cel o 0,4% PKB. Największe kwoty na edukację (w odniesieniu do całej UE) przeznaczają Cypr i Dania. W obu państwach konsumuje ona 7,4% rocznego PKB.

Tabela 8. Wydatki na edukację w przekroju państw UE-27 w roku 2007.

	Wydatki na edukację w UE-27 w roku 2007		
	% PKB	**% ogółu wydatków**	**Per capita**
Polska	5,70%	13,55%	463,33€
Minimum	3% (Grecja)	6,80 % (Grecja)	145,16€ (Bułgaria)
Średnia	5,29%	12,34%	1 270,31€
Maksimum	7,40% (Cypr i Dania)	17,50% (Estonia)	3 475,95€ (Luksemburg)

Źródło: *Government Finance Statistics, Summary Tables, Data 1997–2007*, Eurostat, 2008.

Analiza dokonywana w ujęciu per capita, analogicznie jak w przypadku omówionych uprzednio kategorii, przedstawia odmienny obraz wydatkowej aktywności państwa. Na tle średniej dla UE-27 (1 270,31€), wydatki Polski na edukację (463,33€) są blisko trzykrotnie mniejsze. Ustępują one tym samym nie tylko średniej dla UE-15 (1 807,71€), ale również średniej dla UE-12, wynoszącej 606,07€. Dla porównania Malta przeznacza na edukację ok. 725€, Słowenia – blisko 1000€, a Cypr – ok. 1500€ rocznie. Jedynym pozytywem jest ujęcie dynamiczne analizowanej problematyki. Zgodnie z nim w roku 2007 w relacji do roku 2002 wydatki na ten cel w Polsce wzrosły o 4 905,10€, podczas gdy średnia dla UE-12 wyniosła 1 296,68€, a średnia dla całej Unii – 4 051,02€. Wynik ten zapewnił Polsce na tle nowych krajów członkowskich pierwszą lokatę w zakresie dynamiki wzrostowej nakładów na szeroko pojmowaną edukację. Pozytywem jest zatem widoczny trend wzrostowy po stronie dokonywanych wydatków, a minusem dystans, jaki pozostaje do zredukowania.
Aspektem wieńczącym analizę wydatków publicznych w Polsce, prowadzonej wg kryterium COFOG, jest ochrona socjalna. Agregat ten obejmuje m.in. ubezpieczenia społeczne, opiekę i zabezpieczenie społeczne[17]. W roku 2007 wartość łącznych nakładów na ten cel w Polsce wynosiła 15,70% PKB i nieznacznie przewyższała średnią dla UE-27 (15,39% PKB). Relacja wydatków na ochronę socjalną w Polsce oceniana na tle ogółu wydatkowanych środków jeszcze silniej podkreśla opiekuńczy charakter państwa. Według tego kryterium wydatki na ochronę socjalną w Polsce konsumują 37,30% całości wydatków publicznych i przewyższają tym samym średnią dla UE-27 (tj.

[16] Zgodnie z definicją Eurostatu, agregat ten obejmuje edukację przedszkolną i w zakresie szkoły podstawowej, edukację w zakresie szkoły średniej, a ponadto szkolnictwo wyższe, usługi edukacji nieprzyporządkowane do konkretnego poziomu oraz dodatkowe usługi w zakresie edukacji.
[17] Na podst. Rozporządzenia Rady (WE) nr 2223/96 z 25 czerwca 1996 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych we Wspólnocie, L 310/1.

35,27%) o ponad 2%, a w relacji do państw UE-12 (30,57%) aż o 6,73%. Pomimo niekorzystnych dla Polski wyników, porównanie lat 2002-07 wskazuje na tendencję do zmniejszania wydatków publicznych w tym właśnie obszarze. Tempo spadku nakładów na ww. cel, umiejscawia Polskę na pozycjach korzystniejszych względem pozostałych państw UE-27. W badanym czasokresie zmniejszyły się one bowiem o 2,6%, podczas gdy średnio w UE-27 spadek ten wyniósł zaledwie 0,47%. Szybsze tempo spadku nakładów na ochronę socjalną cechowało jedynie dwa państwa Unii, tj. Słowację (4,30%) oraz Łotwę (3,10%). Diametralnie inaczej wyglądała sytuacja w odniesieniu do państw Sfery Euro, w których wydatki na ochronę socjalną w badanym okresie nie malały, lecz wykazywały tendencję wzrostową. Pułap tych wydatków w roku 2007 osiągnął wartość 19,40% PKB i był tym samym o 3,4% wyższy niż w Polsce.
Wartość nakładów na ochronę socjalną w Polsce w przeliczeniu na mieszkańca w roku 2007 stanowiła 1 275,11€ i kształtowała się tym samym na poziomie zbliżonym do Estonii (1 116,20€) oraz Słowacji (1 076,79€).

Tabela 9. Udział wydatków socjalnych jako % PKB w Polsce (bez ochrony zdrowia i edukacji)

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Emerytury i renty z FUS	10,9%	10,9%	10,9%	10,5%	10,2%	10,2%	9,7%
Zasiłki chorobowe z FUS	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%
Pozostałe zasiłki z FUS	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%
Świadczenia mundurowe	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,2%	1,3%	0,8%
KRUS	2,1%	2,0%	2,0%	1,8%	1,7%	1,7%	1,4%
Fundusz Pracy	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,0%	0,8%
Zasiłki rodzinne i pielęgnacyjne	0,7%	0,7%	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%
Pomoc społeczna	0,8%	0,7%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,3%
Razem	**18,1%**	**18,0%**	**17,8%**	**17,0%**	**16,5%**	**16,6%**	**14,8%**

Źródło: *Polska 2008. Raport o rynku pracy oraz zabezpieczeniu społecznym*, MPiPS, Warszawa 2008, s. 147.

Wskazane statystyki prezentują jedynie fragment właściwego obrazu polityki socjalnej w Polsce, a tym samym konsumowanych przez nią nakładów. Według danych za rok 2007, wiek produkcyjny w Polsce osiągnęło 64,4% społeczeństwa, z czego zaledwie 55,2% świadczyło pracę. Liczba biernych zawodowo wyniosła aż 14 416 tys. osób. Dla porównania – aktywni zawodowo w roku 2007 stanowili grupę 16 986 tys. osób. W następstwie niskiej aktywności zawodowej osób w wieku produkcyjnym aktualnie na każdych 100 pracowników przypada 54 emerytów i rencistów (Rzońca A., Wojciechowski W., 2008). Tylko w roku 2007 (por. tabela 9) wydatki na renty i emerytury FUS pochłaniały 9,7% PKB, a zasiłki wypłacane z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych ujmowane łącznie – 1,0% PKB.
Integralnym elementem analizy wydatków na cele socjalne są świadczenia umożliwiające wczesną dezaktywizację. Według danych za rok 2006 świadczenia umożliwiające odchodzenie z rynku pracy przed osiągnięciem ustawowego wieku emerytalnego[18], a równocześnie nie wynikające ze złego stanu zdrowia (tj. bez uwzględniania rent z tytułu niezdolności do pracy), kosztowały łącznie 27,5 mld zł. Oznacza to, iż średnie obciążenie osób pracujących najemnie z tytułu wypłaty tych świadczeń wynosiło 210 zł miesięcznie, (Rzońca A., Wojciechowski W., 2008). Od początku dekady roczne koszty wskazanych wyżej świadczeń przedemerytalnych oscylowały wokół wartości ok.

[18] Do najważniejszych rodzajów świadczeń umożliwiających wczesną dezaktywizację zawodową należą: renty z tytułu niezdolności do pracy z systemu pozarolniczego, wcześniejsze emerytury z systemu pozarolniczego, zasiłki i świadczenia przedemerytalne finansowane bezpośrednio z budżetu państwa, renty z tytułu niezdolności do pracy i wcześniejsze emerytury z systemu rolniczego, por. A. Rzońca, W. Wojciechowski, *Ile kosztują nas wcześniejsze emerytury?*, Forum Obywatelskiego Rozwoju (FOR), Towarzystwo Ekonomistów Polskich (TEP), Warszawa, 2008, s. 7. (http://www.for.org.pl/upload/File/raporty/Raport_o%20kosztach_emerytur_FINAL.pdf)

2,9% rocznego PKB. Na wielkość tę złożyły się tzw. wcześniejsze emerytury wypłacane z FUS (ok. 1,7% PKB), świadczenia oraz zasiłki przedemerytalne (ok. 0,6% PKB), a także wcześniejsze emerytury resortów MON, MSWiA i Ministerstwa Sprawiedliwości (0,5% PKB) i finalnie wcześniejsze emerytury z KRUS (ok. 0,1% PKB).
Ujmując w szacunkach nakładów na wcześniejsze emerytury koszt niższego wieku emerytalnego kobiet, wydatki publiczne na tzw. wczesną dezaktywizację zawodową w Polsce tylko w roku 2006 wyniosły aż 4,7% PKB. Dla porównania w 2007 roku wydatki na ochronę zdrowia w Polsce stanowiły 4,6% PKB. W efekcie świadczenia dla młodych emerytów i zdrowych rencistów obciążały w ciągu miesiąca osobę pracującą najemnie kwotą 280 zł. Zgodnie z przeprowadzonymi szacunkami samo zrównanie wieku emerytalnego kobiet i mężczyzn pozwoliłoby obniżyć te wydatki w relacji do PKB o 1,2%. Natomiast według statystyk ZUS, zaledwie co 11 osoba, której przyznano w tym okresie emeryturę, ukończyła 65 lat. Dla porównania wiek co 6-tej osoby nie przekraczał 55 lat, (por. Rzońca A., Wojciechowski W., 2008).

Wykres 5. Liczba osób, którym przyznano emeryturę (w tys.) w okresie 2000-07 (włącznie).

Średni wiek osób którym ZUS przyznał emeryturę			
Ogółem		Kobiety	Mężczyźni
2000	57,0	55,9	58,9
2001	51,1	56,0	59,4
2002	57,2	56,1	59,4
2003	57,8	56,4	60,5
2004	56,8	56,0	58,7
2005	56,8	56,0	58,4
2006	56,6	56,0	57,9
2007	57,1	55,8	59,7

Źródło: *Na emerytury brakuje 158 mld zł, a ZUS przyznał ich rekordową liczbę*, „Gazeta Prawna" z 26 czerwca 2008 r.

Według danych liczbowych ZUS z początku kwietnia 2009 r., renty socjalne pobierało 243,3 tys. osób, a kwota wypłat z tego tytułu wyniosła 137,97 mln zł. Należy w tym miejscu podkreślić, że w wyniku przeprowadzonych w I kw. 2009 roku 67,3 tys. badań osób posiadających zaświadczenie o czasowej niezdolności do pracy wydano 7,2 tys. decyzji wstrzymujących dalszą wypłatę zasiłku chorobowego. Oznacza to, że 10,7% badanych uznano zdolnymi do pracy. Wartość ta jest nad wyraz wymowna, szczególnie jeżeli przyjąć, że liczba przyznanych emerytur tylko w 2007 r. wyniosła 215,4 tys., a rent z tytułu niezdolności do pracy – 50,1 tys.[19].
Przedstawione statystyki stawiają Polskę w niekorzystnej sytuacji. Szeroko przyznawane świadczenia emerytalne stanowią olbrzymie obciążenie dla gospodarki. Według szacunków GUS na wypłatę emerytur w latach 2009-2013 zabraknie prawie 158 mld zł. Ponadto prognozy wskazują, że liczba osób w wieku poprodukcyjnym w latach 2008-2013 wzrośnie z obecnych 6,2 mln do 7 mln, a za pięć lat będzie ona stanowić 18,6% społeczeństwa (wobec obecnych 16,3%).
Statystyki pokazują ponadto, że w krajach UE-27 średnia wieku przejścia na emeryturę to 61,2 lat. Zgodnie z danymi Eurostatu, w roku 2006 najdłużej pracowali Rumuni (64,3 lata), a następnie Bułgarzy (64,1 lat), Irlandczycy (64,1 lat), Szwedzi (63,0 lat) oraz Brytyjczycy (63,2 lata). Natomiast najkrócej (obok Polaków – 56,6 lat) pracują Maltańczycy (58,5 lat), a także Francuzi (58,9 lat) i Słoweńcy 59,8 lat. W Polsce blisko 85% osób opuszcza rynek pracy przed osiągnięciem

[19] *Emerytury i renty przyznane w 2007 r.*, Zakład Ubezpieczeń Społecznych, Warszawa 2008, s. 4.

ustawowego wieku emerytalnego. Gorszym wynikiem (tj. 93%) legitymują się jedynie Węgry. W Polsce średnia wieku odejścia z rynku dla kobiet wynosi 55,8 lat, a dla mężczyzn 59,7 lat. Z kolei średnia wieku uzyskiwania prawa do renty pracowniczej wynosi w kraju 47-48 lat. Trzeba przy tym dodać, że wskaźnik zatrudnienia osób powyżej 55-go roku życia wynosi w kraju 28%, a osób w wieku 15-24 lata – jedynie 24%. Spośród krajów OECD wskaźnik zatrudnienia wśród ludzi młodych jest niższy tylko na Węgrzech, (por. Rzońca A., Wojciechowski W., 2008). Pozycjonując zatem Polskę na tle państw UE, należy wskazać, że w Niemczech przed osiągnięciem wieku emerytalnego z rynku pracy odchodzi 55% osób, na Słowacji – 42%, w Czechach – 31%, natomiast w Szwecji – tylko 15%.

Obok zaprezentowanych wielkości ważny jest również kierunek zmian. Podczas gdy w Polsce wiek odejścia z rynku pracy obniża się, w innych krajach wykazuje on tendencję do wzrostu. Prawidłowość ta grozi nieuchronnie niewypłacalnością systemu emerytalnego i dalszym spowolnieniem gospodarki. Diagnoza ta wynika również stąd, że w finansowaniu wydatków na świadczenia społeczne, obok FUS, uczestniczy również budżet centralny. W 2008 r. wydatki na świadczenia pieniężne finansowane z budżetu wyniosły 3,3 mld zł, co odpowiadało 1,2% ogółu wydatków budżetowych. Sama dotacja dla FUS z budżetu państwa stanowiła 11,92% zrealizowanych w 2008 r. wydatków budżetu.

Istotny odsetek beneficjentów świadczeń socjalnych stanowią również świadczeniobiorcy KRUS. W roku 2008 stanowili oni grupę 1 455 800 osób (wobec 1 887 258 w roku 2000), co odpowiadało 8,57% ogółu aktywnych zawodowo. Pomimo wskazanego trendu spadkowego, w 2008 r. aż 1 163 206 osób pobierało emeryturę wypłacaną przez KRUS, a dalsze 295 290 otrzymywało rentę, z czego 85,5% (tj. 252 533) stanowiły renty z tytułu niezdolności do pracy. Pomimo ograniczenia skali osób uprawnionych do świadczeń wpłacanych przez KRUS, wzrasta liczba ubezpieczonych w Kasie. W roku 2008 wynosiła ona 1 574 394 osób i była tym samym o 122 026 większa aniżeli w roku 2000. Wskazaną prawidłowość silniej podkreśla dłuższe spektrum czasowe. W relacji lat 1996-2008 liczba ubezpieczonych w KRUS wzrosła o 11,89%. W efekcie łączne wydatki na renty i emerytury wypłacane przez Kasę urosły do poziomu 13,02 mld zł.

Zaprezentowane wartości to tylko część całkowitych obciążeń sektora publicznego. Kolejnymi są bowiem dotacje budżetowe oraz wadliwe i „nieszczelne" regulacje systemowe. W roku 2008 dotacja dla Funduszu Emerytalno-Rentowego KRUS wyniosła 14,87 mld zł. Stanowiła tym samym równowartość 5,34% ogółu wydatków budżetowych. Natomiast łączna kwota dotacji z budżetu centralnego dla KRUS w 2008 roku wyniosła 15,02 mld zł, co odpowiadało 95,25% całości dochodów Kasy Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego. Oznacza to, że tylko w roku 2008 do każdego rolnika ubezpieczonego w KRUS państwo dopłacało 9 385,58 zł. Sam fakt zarejestrowania w gospodarstwie rolnym, i świadczenia pracy poza rolnictwem stanowi podstawę unikania składek na powszechne ubezpieczenie zdrowotne. Składkę tą pokrywa bowiem KRUS. Wskazane rozwiązanie w połączeniu ze zwolnieniami z podatku od dochodów osobistych, z jednej strony czyni ubezpieczenie w KRUS bardzo lukratywnym, a z drugiej – destrukcyjnym dla finansów państwa. Wszelkie dotychczasowe próby zaostrzenia obowiązujących rozwiązań były odrzucane przez Sejm kolejnych kadencji. Efekt jest taki, że liczba beneficjentów KRUS ostatnimi laty wzrosła. Według danych za rok 2008, aż 2,1 mln osób pracowało w rolnictwie (tj. 15,4% pracujących ogółem), podczas gdy efekt tej pracy to zaledwie 5,23% PKB.

Alokacja i redystrybucja środków publicznych – konkluzje

Formułując zalecenia dotyczące eliminowania transpozycji zjawisk kryzysowych na gospodarkę i społeczeństwo, należy zwrócić uwagę na wskazane niżej obszary gospodarki środkami publicznymi.

1. Polskę cechuje wysoki udział wydatków realizowanych za pośrednictwem funduszy ubezpieczeń społecznych. Przekłada się to na ograniczoną możliwość realokacji środków finansowych stosownie do zmieniających się warunków społecznych i gospodarczych. Dodając do tego autonomiczne działanie wielu instytucji SFP, dysponujących wyodrębnioną pulą dochodów publicznych wraz z uprawnieniem do ich rozdysponowania, znacznemu pogorszeniu ulega efektywność zarządzania środkami publicznymi.
2. Poprawa efektywności gospodarki finansowej sektora wymaga rewizji świadczeń społecznych, przewyższających w Polsce średnią dla UE. Celem redukcji kosztów ww. świadczeń konieczne jest zawężenie możliwości przechodzenia na wcześniejsze emerytury. Osiągnięcie tego celu może zapewnić podwyższenie wieku emerytalnego (zarówno dla kobiet, jak i mężczyzn) oraz powiązanie go z przeciętnym oczekiwanym trwaniem życia.
3. Świadczenia socjalne w Polsce przewyższają nakłady na wynagrodzenia w sektorze. W efekcie blisko 85% osób opuszcza rynek pracy przed osiągnięciem wieku emerytalnego, a wskaźnik zatrudnienia osób powyżej 55 lat wynosi ok. 28%. Konieczne jest zatem restrykcyjne podejście do polityki przyznawania nowych świadczeń. Większa liczba emerytów jest równoznaczna z koniecznością zwiększenia podatków potrzebnych do sfinansowania dodatkowych świadczeń. To z kolei rzutuje wprost na pozapłacowe koszty pracy, pozostając w bezpośrednim związku ze zmniejszeniem zatrudnienia wśród osób młodych.
4. W 2008 r. dotacja dla FUS objęła równowartość 11,92% zrealizowanych w tym roku wydatków budżetowych, a łączna kwota dotacji dla KRUS odpowiadała 95,25% całości jej dochodów. W rolnictwie jest bowiem zatrudnionych aż 15,4% pracujących ogółem, podczas gdy wartość produkcji rolnej to zaledwie 5,3% PKB. Logiczne, a zarazem optymalne, wydaje się więc objęcie systemem emerytalno-rentowym wyłącznie osób faktycznie prowadzących działalność rolniczą.

Zatrudnienie w sektorze publicznym

Produkt krajowy brutto i płace w sektorze publicznym na tle wybranych krajów

W 2006 r. w Polsce sektor publiczny dostarczał 24% całości wartości dodanej brutto w gospodarce (por. tabela 10). To więcej niż w Czechach i Litwie, gdzie odsetek ten kształtował się na zbliżonym poziomie 20%. Oznacza to spadek o 5 punktów procentowych w stosunku do roku 2000. Mniejszy spadek na przestrzeni badanego okresu wystąpił w Czechach. Jednak w tym państwie już w 2000 roku sektor publiczny przyczyniał się do wytworzenia 22% wartości dodanej brutto. Znacznie większe zmiany obserwuje się na Litwie, gdzie w latach 2000-2006 udział sektora publicznego w tworzeniu produktu zmniejszył się o 9 punktów procentowych.

Tabela 10. Wartość dodana brutto w 2000 i 2006 roku w wybranych krajach w podziale na sektor publiczny i prywatny

Rok		Sektor publiczny	Sektor prywatny	Rok		Sektor publiczny	Sektor prywatny
Polska	2000	29%	71%	**Czechy**	2000	22%	78%
	2006	24%	76%		2006	20%	80%
Litwa	2000	29%	71%				
	2006	20%	80%				

Źródło: Biuletyn statystyczny, GUS 12.2006 i 12.2008, Statistical Yearbook of the Czech Republic, Czech Statistical Office 2008, Statistics Lithuania.

W Polsce płace pracowników zatrudnionych[20] w sektorze publicznym w 2008 roku były o 16% wyższe od średniej dla kraju oraz o 22% wyższe od przeciętnego wynagrodzenia w sektorze prywatnym (por. tabela 11). W stosunku do roku 2006 rozbieżności pomiędzy tymi płacami nieznacznie się nasiliły, przy czym zauważa się również jednoprocentowy wzrost stosunku płac w sektorze prywatnym do płac ogółem w kraju, co oznacza niewielki spadek relacji płac pracowników zatrudnionych na innej podstawie niż stosunek pracy do przeciętnych płac w kraju. Na Litwie i w Czechach płace zatrudnionych w sektorze publicznym są również wyższe niż w sektorze prywatnym. Podobnie do Polski, tendencja ta nieznacznie nasiliła się w latach 2006-2008 na Litwie. Jednak różnice nie są tak znaczne, jak w Polsce. Na Litwie w sektorze publicznym płace w 2008 r. były wyższe o 6% niż średnia krajowa, natomiast w Czechach w 2006 r. - o 8% wyższe.

Tabela 11. Płace pracowników zatrudnionych w sektorze publicznym i prywatnym w wybranych państwach w walucie danego kraju.

Wyszczególnienie			Ogółem	Sektor publiczny	Sektor prywatny
Polska	2006	PLN	2 477,23	2 821,89	2 340,30
	2006	% średniej krajowej	**100%**	**114%**	**94%**
	2008	PLN	2 943,88	3 411,33	2 791,44
	2008	% średniej krajowej	**100%**	**116%**	**95%**
Litwa	2006	LTL	1 731,30	1 802,00	1 687,00
	2006	% średniej krajowej	**100%**	**104%**	**97%**
	2008	LTL	2 319,10	2 464,60	2 229,90
	2008	% średniej krajowej	**100%**	**106%**	**96%**
Czechy	2006	CZK	18 976	20 507	18 462
	2006	% średniej krajowej	**100%**	**108%**	**97%**
	2008	CZK	b.d.	b.d.	b.d.
	2008	% średniej krajowej	b.d.	b.d.	b.d.

Źródło: Biuletyn statystyczny, GUS 12.2006 i 12.2008, Statistical Yearbook of the Czech Republic, Czech Statistical Office 2008, Statistics Lithuania.

Z sektora przedsiębiorstw największe rozbieżności w przeciętnym miesięcznym wynagrodzeniu brutto pomiędzy sektorem publicznym i prywatnym w Polsce występują w przemyśle. W 2008 r. płace w publicznych przedsiębiorstwach przemysłowych były średnio o 37% wyższe niż w przedsiębiorstwach przemysłowych sektora prywatnego[21]. W sekcji handel i naprawy różnica ta była nieco mniejsza i wyniosła 17% na korzyść zatrudnionych w sektorze publicznym. W budownictwie oraz sekcji gospodarka magazynowa, transport i łączność płace były wyższe w sektorze prywatnym. W budownictwie różnica wyniosła 6%, natomiast w transporcie, gospodarce magazynowej i łączności – 16%.

Liczba pracujących w sektorze publicznym na tle gospodarki w wybranych krajach

[20] Statystyka na temat liczby zatrudnionych zawiera ewidencję zatrudnionych na podstawie stosunku pracy w podmiotach gospodarki narodowej, w których liczba pracujących przekracza 9 osób. Stosunek pracy obejmuje umowę o pracę, powołanie, wybór oraz mianowanie. Dane na temat liczby pracujących obejmują zatrudnionych na podstawie stosunku pracy oraz pozostałych form zatrudnienia w podmiotach gospodarki narodowej, w których liczba pracujących przekracza 9 osób. Pozostałe formy zatrudnienia obejmują pracodawców i pracujących na własny rachunek, osoby wykonujące pracę nakładczą, agentów pracujących na podstawie umów agencyjnych i umów na warunkach zlecenia, członków rolniczych spółdzielni produkcyjnych oraz powstałych na ich bazie spółdzielni o innym profilu produkcyjnym, w odniesieniu do których funkcjonuje prawo spółdzielcze. Statystyka na temat płac w sektorze publicznym i prywatnym obejmuje jedynie dane nt. płac osób zatrudnionych, a nie ogółu pracujących.

[21] Dane dotyczą niepełnej zbiorowości, „Biuletyn Statystyczny RP" z 12.2008, GUS.

W 2007 roku w sektorze publicznym w Polsce pracowało łącznie 3,6 mln osób, co stanowiło 26% ogółu pracujących. Spośród sekcji PKD największą liczbę pracujących z sektora publicznego skupia edukacja – 958 tys. osób, sekcja L, obejmująca m.in. administrację publiczną – 894 tys., a także ochrona zdrowia i pomoc społeczna – 549 tys. osób. Spośród sektora przedsiębiorstw najwięcej pracujących w sektorze publicznym występuje w sekcji I – transport, gospodarka magazynowa i łączność – 309 tys. osób oraz w sekcji E – wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę – 171 tys.
W 2005 roku udział liczby pracujących w sektorze publicznym do ogółu pracujących w Polsce był zbliżony do średniej dla pozostałych 10 państw członkowskich Unii Europejskiej przyjętych po 1995 roku (brak jest danych dla Malty) i wyniósł 28% (por. tabela 12). Udział sektora publicznego w gospodarce nieznacznie zmniejszył się więc na przestrzeni lat 2005-2007. Jednak spadek był relatywnie niewielki i wynikał z wysokiej procykliczności sektora prywatnego. Poprawa koniunktury gospodarczej w badanych latach spowodowała bowiem wzrost zatrudnienia w tym sektorze, co przy niewielkich zmianach (acyklicznej) liczby pracujących w sektorze publicznym spowodowało spadek jego udziału w gospodarce[22]. Na tle wybranych krajów członkowskich UE sprzed 2004 r. Polska również przeciętnie charakteryzowała się w 2005 r., większym udziałem pracujących w sektorze publicznym ogółem[23].

Tabela 12. Liczba pracujących w podziale na sektory prywatny i publiczny z uwzględnieniem administracji publicznej oraz przedsiębiorstw państwowych w tys. osób.

Kraj	Rok	Sektor publiczny ogółem	Przedsiębiorstwa publiczne	Kraj	Rok	Sektor publiczny ogółem	Przedsiębiorstwa publiczne
Polska	2005	3660,4	2018	**Estonia**	2005	149	23,1
	%	**28%**	**16%**		%	**25%**	**4%**
Rumunia	2005	1923,5	bd	**Francja**	2004	6789	840
	%	**21%**	bd		%	**30%**	**4%**
Słowacja	2005	509,6	259,2	**Niemcy**	2005	5624	1520
	%	**25%**	**12%**		%	**14%**	**4%**
Słowenia	2005	241,2	94,3	**Grecja**	2005	965,5	618
	%	**31%**	**12%**		%	**22%**	**14%**
Bułgaria	2005	680,1	242,9	**Holandia**	2005	1756,4	701
	%	**31%**	**11%**		%	**27%**	**11%**
Węgry	2004	872,1	bd	**Hiszpania**	2005	2864,2	151
	%	**31%**	bd		%	**15%**	**1%**
Łotwa	2005	314,6	78,6	**W. Brytania**	2005	5858	367
	%	**35%**	**9%**		%	**20%**	**1%**
Litwa	2005	434,2	89,3	**Białoruś**	2005	2250,7	1180,2
	%	**36%**	**7%**		%	**52%**	**27%**
Cypr	2005	63,4	10,3	**Norwegia**	2005	834,3	128,9
	%	**18%**	**3%**		%	**36%**	**5%**
Czechy	2004	1057,1	354,3	**USA**	2005	21804	bd
	%	**22%**	**7%**		%	**16%**	bd

Źródło: International Labour Organization.

[22] Brak dostępnych danych uniemożliwił porównanie liczby pracujących w sektorze publicznym w 2007 r., dlatego odwołano się do danych dla roku 2005.
[23] Do tych krajów zaliczono Francję, Niemcy, Grecję, Holandię, Hiszpanię oraz Wielką Brytanię.

Liczba pracujących w administracji publicznej w 2005 roku stanowiła w Polsce 13% ogółu pracujących. To jednak nadal znacznie mniej niż przeciętnie w 11 krajach członkowskich UE przyjętych po 1995 r., w których średnio w 2000 r. udział ten wyniósł 21% ogółu pracujących w gospodarce, natomiast w 2005 roku spadł do 20%. Na tle ww. wybranych krajów członkowskich UE sprzed 2004 r. Polska również przeciętnie charakteryzowała się w 2005 r. mniejszym udziałem pracujących w administracji publicznej.
Powyżej średniej dla 11 państw UE przyjętych po 1995 r. w Polsce w latach 2000-2005 kształtował się udział liczby pracujących w przedsiębiorstwach państwowych w ogólnej liczbie pracujących w kraju. Był on bowiem na poziomie 16%. Średnio w 11 analizowanych krajach wyniósł natomiast w 2000 r. 13%, natomiast w 2005 roku – 9%. Można więc wnioskować, że proces prywatyzacji w tych krajach przebiegał znacznie sprawniej niż w Polsce. Na tle ww. wybranych krajów członkowskich UE sprzed 2004 r. Polska również przeciętnie charakteryzowała się w 2005 r. większym udziałem pracujących w przedsiębiorstwach państwowych.
Liczba pracujących w administracji publicznej w Polsce w 2005 r. w stosunku do ogólnej liczby ludności na tle wybranych krajów była relatywnie niska. Odsetek ten wyniósł 4%, przy średniej dla analizowanych państw na poziomie 8% (por. tabela 13). Odsetek ten dosyć istotnie wzrasta, gdy analizie poddamy cały sektor publiczny. Pracujący w nim stanowią w Polsce 10% populacji, co odpowiada średniej dla badanych państw.

Tabela 13. Liczba pracujących w administracji publicznej oraz w sektorze publicznym ogółem do liczby ludności w 2005 r.[24]

Kraj	Pracujący w administracji publicznej do populacji	Pracujący w sektorze publicznym ogółem do populacji	Kraj	Pracujący w administracji publicznej do populacji	Pracujący w sektorze publicznym ogółem do populacji
Bułgaria	6%	9%	Słowacja	5%	9%
Czechy	7%	10%	**Polska**	**4%**	**10%**
Estonia	9%	11%	Niemcy	5%	7%
Cypr	7%	8%	Grecja	3%	9%
Łotwa	10%	14%	Hiszpania	6%	7%
Litwa	10%	13%	Francja	10%	11%
Węgry	9%	9%	Holandia	6%	11%
Rumunia	b.d.	9%	Wlk. Brytania	9%	10%
Słowenia	7%	12%	Norwegia	15%	18%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Eurostat i International Labour Organization.

Na tle 10 krajów członkowskich UE przyjętych po 1995 r. (brak danych dla Malty i Słowacji) Polska charakteryzowała się w 2005 r. relatywnie wysokim odsetkiem pracowników sektora publicznego w ogóle pracujących w sektorze przedsiębiorstw. Największa różnica występuje w przemyśle. W Polsce w sektorze publicznym w 2005 r. pracowało w przemyśle 17% (14% w 2007 r.) ogółu pracujących w przemyśle, podczas gdy średnio w badanych 10 krajach – 11%. Dla porównania w Hiszpanii, jak i Szwecji, odsetek ten wyniósł 1%, podobnie w Japonii.
W usługach rynkowych średnio w Polsce pracuje 14% pracowników sektora publicznego, pozostałe 86% stanowią pracownicy sektora prywatnego. Odsetek ten pokrywa się ze średnią dla

[24] Dane dla Czech, Francji i Węgier obejmują rok 2004.

analizowanych 10 krajów. W Szwecji udział ten wyniósł w 2005 r. 6%, natomiast w Hiszpanii i Japonii po 3%.
Na liczbę pracujących w usługach nierynkowych (sekcje obejmujące m.in. administrację publiczną, edukację oraz ochronę zdrowia) składa się w Polsce 90% pracujących w sektorze publicznym i 10% – w prywatnym. W analizowanych 10 państwach członkowskich UE przyjętych po 1995 r. odsetek pracujących w sektorze publicznym wynosi 93%. W Hiszpanii odsetek ten wynosi 74%, w Szwecji – 57%, a w Japonii i Stanach Zjednoczonych – 49%.

Zatrudnienie w sektorze publicznym – konkluzje
Z analizy zatrudnienia w podziale według sektorów własności wynikają następujące konkluzje:

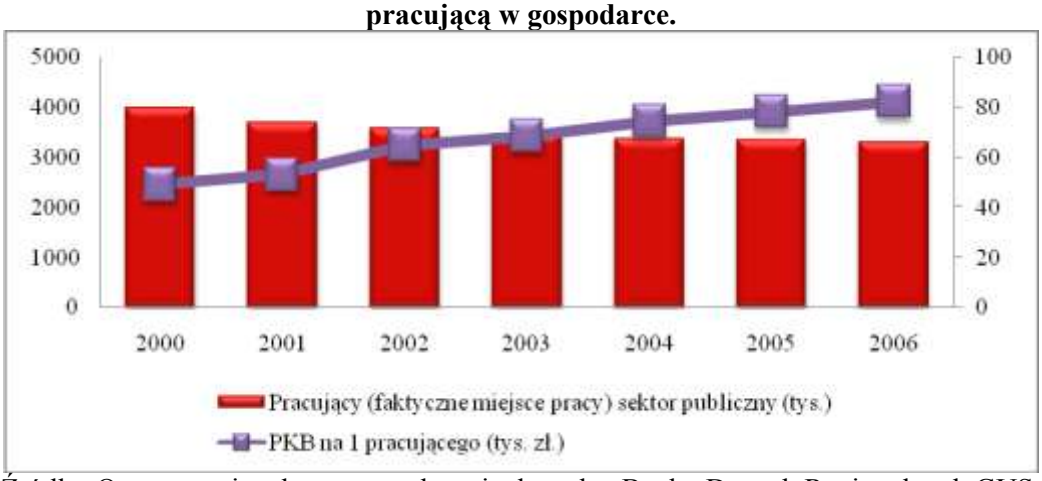
1. Odsetek liczby pracujących w sektorze publicznym w Polsce w ogóle pracujących kształtuje się na przeciętnym poziomie na tle pozostałych krajów Unii Europejskiej przyjętych po 1995 r. i jest wyższy od tego dla wybranych krajów Unijnej 15 i znacznie wyższy niż w Stanach Zjednoczonych. Jest to w głównej mierze spowodowane bardzo wysokim na tle analizowanych krajów odsetkiem liczby pracujących w przedsiębiorstwach państwowych w Polsce. Odsetek pracujących w administracji publicznej w Polsce jest natomiast relatywnie niski.
2. W Polsce rozbieżności pomiędzy płacami zatrudnionych w sektorze państwowym i prywatnym na korzyść tego pierwszego są znacznie większe niż w wybranych krajach. Największa różnica w płacach występuje w przedsiębiorstwach przemysłowych. Wprawdzie sektor publiczny w Polsce wytwarza większy odsetek PKB niż w Czechach i Litwie, jednak może to wynikać z ponad dwukrotnie wyższego udziału pracujących w przedsiębiorstwach publicznych w ogóle pracujących w Polsce niż w ww. krajach. Wydaje się zasadne podjęcie działań mających na celu zwiększenie wydajności i rentowności firm państwowych lub dostosowanie poziomu płac do faktycznej wydajności pracy (por. część 3). W przeciwnym wypadku wyjście z recesji gospodarczej będzie trudniejsze i może postępować wolniej.
3. Polska charakteryzuje się znacznie wyższym niż w większości pozostałych krajów Unii Europejskiej, także tych przyjętych po 1995 r., odsetkiem pracujących w publicznych przedsiębiorstwach przemysłowych w ogóle pracujących w tym sektorze gospodarki. Zalecana jest zatem dalsza prywatyzacja tego sektora, co może doprowadzić do wzrostu jego efektywności. W przypadku budownictwa, usług rynkowych oraz usług nierynkowych odsetek liczby pracujących w sektorze publicznym jest zbliżony do średniej dla pozostałych krajów przyjętych do UE po 1995 r. Jednak w porównaniu do innych krajów Europy Zachodniej oraz Japonii i Stanów Zjednoczonych odsetki te są na ogół znacznie wyższe.
4. W przypadku usług nierynkowych, obejmujących m.in. administrację publiczną, edukację i ochronę zdrowia, odsetek pracujących w podmiotach publicznych w Polsce jest znacznie wyższy niż w większości krajów Europy Zachodniej oraz Japonii i Stanach Zjednoczonych, do czego w znacznej mierze przyczynia się wysokie zatrudnienie w edukacji publicznej. Negatywnie wpływa to na budżet państwa w okresie recesji gospodarczej.

Efektywność sektora publicznego

Efektywność sektorów gospodarki można oceniać za pomocą wkładu poszczególnych sektorów w tworzenie Produktu Krajowego Brutto. Jak wspomniano już wcześniej, udział sektora publicznego stopniowo maleje, a spadek w latach 2000-2006 wyniósł 5%. Jednocześnie warto wspomnieć, że struktura pracujących w gospodarce w poszczególnych sektorach w latach 2000-2006 praktycznie nie uległa zmianie.
Zmiany efektywności można również zilustrować, porównując zmianę liczby osób pracujących w sektorze publicznym ze wskaźnikiem PKB w przeliczeniu na 1 pracującego w gospodarce (por. wykres 6). Podczas gdy w latach 2000-2006 liczba osób pracujących w sektorze publicznym spadła

o 17%, wydajność pracowników w gospodarce ogółem, określona wielkością PKB na 1 pracującego, wzrosła o 67%. Łatwo zatem zauważyć pozytywny wpływ na gospodarkę, wynikający ze zmiany struktury zatrudnienia w sektorze publicznym i prywatnym.

Wykres 6. Liczba osób pracujących w sektorze publicznym (tys.) oraz PKB przypadający na 1 osobę pracującą w gospodarce.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Banku Danych Regionalnych GUS.

Wskaźniki efektywności[25] sektora

Wydajność sektora publicznego można ocenić na podstawie przyjętych przez M. Bałtowskiego i S. Żmindę (2007, s. 25) następujących wskaźników efektywnościowych: wydajność pracy, zyskowność pracy i rentowność netto. Wszystkie wskazane mierniki pokazują zdecydowaną przewagę sektora prywatnego nad publicznym (por. tabela 14). Wydajność pracy w sektorze prywatnym w latach 2006-2007 była przeciętnie 1,5 razy wyższa niż w sektorze publicznym. Różnica w zyskowności pracy była jeszcze większa – w sektorze prywatnym wskaźnik ten osiągnął prawie dwukrotnie wyższe wartości niż w sektorze publicznym.

Tabela 14. Wskaźniki wydajnościowe sektora publicznego i prywatnego[26].

Wyszczególnienie	Wydajność pracy		Zyskowność pracy		Rentowność brutto		Rentowność netto	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Sektor publiczny	283,51	302,66	9,48	12,95	4,7	5,3	3,3	4,3
Sektor prywatny	421,81	456,75	19,10	23,94	5,4	6,3	4,5	5,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z publikacji Bilansowe Wyniki Finansowe Podmiotów Gospodarczych 2006 i 2007.

Rentowność brutto w sektorze publicznym była niższa od tej w przedsiębiorstwach sektora prywatnego i wyniosła w 2007 roku 5,3% wobec 6,3%. Rozbieżności pomiędzy rentownością obrotu

[25] Dane wykorzystane w tej sekcji pochodzą z publikacji *Bilansowe Wyniki Finansowe Podmiotów Gospodarczych 2006 i 2007,* GUS. W publikacji tej prezentowane są dane dotyczące podmiotów prowadzących księgi rachunkowe lub podatkową księgę przychodów i rozchodów, w których liczba pracujących wynosi 10 i więcej osób. Prezentowane dane nie uwzględniają podmiotów prowadzących działalność bankową, maklerską, ubezpieczeniową oraz towarzystw inwestycyjnych i emerytalnych, Narodowych Funduszy Inwestycyjnych, szkół wyższych, gospodarstw indywidualnych w rolnictwie, a także samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej i instytucji kultury posiadających osobowość prawną. Wartości bilansowe prezentowane są według stanu na koniec roku kalendarzowego.

[26] Wydajność pracy liczona jest jako iloraz przychodów z całokształtu działalności do liczby pracujących, zyskowność pracy to wynik netto na 1 pracującego, rentowność brutto/netto to wynik brutto/netto do przychodów ze sprzedaży wyrażony w procentach.

netto obydwu rodzajów przedsiębiorstw jest na porównywalnym poziomie. W przypadku sektora publicznego wyniosła w 2007 roku 4,3%, natomiast sektora prywatnego – 5,2%. Relacja przychodów z całokształtu działalności do kosztów uzyskania tych przychodów w przedsiębiorstwach prywatnych również jest wyższa niż w państwowych i w 2008 r. wyniosła 104,5%, podczas gdy w przedsiębiorstwach publicznych była na poziomie 103,8%.

Przedsiębiorstwa państwowe w przemyśle

Znaczące różnice w efektywności widać dla wyłączonych z sektora publicznego przedsiębiorstw państwowych. Zostanie to zilustrowane na przykładzie przemysłu (por. tabela 15).

Tabela 15. Produkcja sprzedana, liczba pracujących i wydajność pracy w przemyśle.

Wyszczególnienie	Produkcja sprzedana (ceny bieżące; mln zł)		Liczba pracujących (przeciętnie w roku)		Wydajność pracy[27]	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Sektor publiczny[28]	128 739	135 730	481 400	460 800	267,43	294,55
Przedsiębiorstwa państwowe	2 442	1 703	17 600	12 400	138,73	137,35
Sektor prywatny	655 983	749 245	2 473 400	2 621 600	265,21	285,80

Źródło: Opracowanie własne na podstawie „Rocznika Statystycznego Przemysłu" 2007 i 2008.

W latach 2006-2007 w przemyśle wydajność pracy w sektorze publicznym i prywatnym była na porównywalnym poziomie. Warto jednak w tym miejscu dodać, jak znacząca jest różnica w wysokości przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia pomiędzy sektorami. W 2006 roku w sektorze publicznym przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto było o ok. 55% wyższe niż w sektorze prywatnym, a w 2007 roku o ok. 40%.

Po wyodrębnieniu z sektora publicznego przedsiębiorstw państwowych widać ogromną różnicę w wydajności pracy. Jest ona około 2 razy niższa niż w sektorze prywatnym.

Efektywność sektora publicznego – konkluzje

Analizując przedstawione dane, wysnuć można następujące wnioski:

1. W latach 2000-2006 struktura zatrudnienia w podziale na sektor publiczny i prywatny pozostawała na ustabilizowanym poziomie. Nie przekładało się to jednak na równie ustabilizowane wyniki obu sektorów w tworzeniu Produktu Krajowego Brutto. Większą efektywnością wykazywał się sektor prywatny, osiągając 5-procentowy wzrost udziału w tworzeniu PKB.
2. Duża różnica w wynagrodzeniach między sektorem publicznym a prywatnym w przemyśle wydaje się być niczym nieuzasadniona. Osiągnięcie takiej samej wydajności pracy w sektorze prywatnym możliwe jest przy dużo niższych wynagrodzeniach pracowników.
3. Sytuacja w przedsiębiorstwach państwowych w przemyśle ukazuje skalę nieefektywności pracy w tych podmiotach w porównaniu do sektora prywatnego. Wydajność pracy w przedsiębiorstwach państwowych jest średnio dwukrotnie niższa niż w sektorze prywatnym. Należy jednocześnie pamiętać, że liczba przedsiębiorstw państwowych z roku na rok maleje w wyniku prywatyzacji, co pozytywnie wpływa na sytuację gospodarki.

[27] Wydajność pracy w przemyśle obliczono jako produkcję sprzedaną przypadającą na 1 pracującego.
[28] Zawiera przedsiębiorstwa Skarbu Państwa, przedsiębiorstwa państwowe oraz przedsiębiorstwa będące własnością jednostek samorządu terytorialnego.

Podsumowanie

Większość wskaźników charakteryzujących sektor publiczny sytuuje Polskę w pobliżu średniej unijnej. Nie jest to jednak optymistyczny wniosek, bowiem jeden z najbiedniejszych krajów UE nie może sobie pozwolić na taką skalę wydatków publicznych, jak kraje bogate. Szczególnie kiedy odbywa się to kosztem inwestycji prorozwojowych. Zarówno dochody publiczne, jak i wydatki publiczne, jako % PKB są w Polsce od kilku do 10% większe niż w innych krajach nowej UE oraz w USA czy też w Japonii i mają tendencję rosnącą. W UE–12 za nami są tylko Węgry i nic dziwnego, że przeżywają olbrzymie problemy gospodarcze.

Dla przyszłości kraju bardzo ważne są inwestycje w edukację. Polska przeznacza na edukację 5,7% PKB, czyli więcej niż średnio w UE–27 (5,29%) i wartości te rosną najszybciej w stosunku do innych krajów. Zatem niski poziom kształcenia w kraju należy tłumaczyć nieefektywnym systemem finansowania. Trudno zrozumieć, dlaczego przez 20 lat nie podjęto próby stworzenia zasad rzetelnej konkurencji, a bez niej nie rozwiąże się problemu jakości i efektywności.

Wprawdzie spadają wydatki publiczne na ochronę socjalną, ale i tak stanowią aż 15,7% PKB i są większe niż średnio w UE–27 (15,39% PKB). Koszty ochrony socjalnej pochłaniają 37,3% całości wydatków publicznych i są wyraźnie wyższe niż w UE–27 (35,27%) i UE–12 (30,57%).

Za szczególnie niepokojące należy uznać dane dotyczące aktywności zawodowej Polaków. W 2007 roku wiek produkcyjny osiągnęło 64,4 % społeczeństwa, z czego zaledwie 55,2 % świadczyło pracę (w UE–15 – 68%, a w USA – 75%). Zatem w Polsce jeden pracujący musi dodatkowo utrzymać jednego biernego zawodowo, podczas gdy w USA ta relacja wynosi 3 do 1. Wskaźnik zatrudnienia osób powyżej 55-go roku życia wynosi w kraju 28%, a w UE–15 od 45% do 85%. W rezultacie wydatki publiczne na tzw. wczesną dezaktywizację zawodową wyniosły w 2006 roku 4,7% PKB, a na ochronę zdrowia – 4,6% PKB.

W 2006 roku wydano 27,5 mld zł na świadczenia umożliwiające odchodzenie z rynku pracy zdrowych osób przed wiekiem emerytalnym. Polskę stanowczo nie stać na najmłodszych emerytów i najzdrowszych rencistów w Unii Europejskiej. Przedstawione dane powinny uświadomić rządzącym, że dokonane z wielkim trudem zmiany ustawowe ,ograniczające wcześniejsze emerytury, to dopiero początek drogi.

Świadczenia socjalne serwowane przez KRUS to kolejny obszar wymagający szybkiej naprawy. W 2008 roku KRUS otrzymał dotację w kwocie 15 mld zł, co stanowi 95% całości ich dochodów. Warto podkreślić, że w rolnictwie pracuje 15,4% ogółu pracujących, a efekt ich pracy to tylko 5,23% PKB.

Za szkodliwą należy uznać sytuację w sferze wynagrodzeń. Oto pracownicy sektora prywatnego, którzy finansują wydatki publiczne i pracują dużo bardziej wydajnie niż pracownicy sektora publicznego, zarabiają wyraźnie mniej. W 2008 roku w sektorze prywatnym zarabiano o 16% mniej niż średnia w kraju, podczas gdy na Litwie i w Czechach także mniej, ale odpowiednio o 6% i 8%. Tak więc średnio pracownik sektora publicznego zarabia o 22% więcej niż pracownik sektora prywatnego. Jeszcze większe różnice mają miejsce, jeśli porównamy przedsiębiorstwa. Publiczne przedsiębiorstwa przemysłowe są dwukrotnie mniej wydajne niż przedsiębiorstwa prywatne, a mimo to ich pracownicy zarabiali o 37% więcej w 2008 roku, a w 2006 nawet o 55% więcej. Jeśli zauważyć, że praca w sektorze prywatnym jest mniej stabilna, bardziej intensywna, a zarazem to sektor prywatny utrzymuje sektor publiczny, to powyższą sytuację należy uznać za skrajnie niesprawiedliwą i szkodliwą społecznie.

Negatywną wymowę powyższych danych wzmacnia fakt, iż w przedsiębiorstwach publicznych pracuje aż 16% ogółu pracujących (najwięcej w UE–27), a w innych krajach UE zwykle kilka procent. Można zatem stwierdzić, że opóźniona prywatyzacja drogo nas kosztuje, marnujemy pracę 8% zatrudnionych, czyli ok. 1 mln osób.

W tej sytuacji trudno nie postawić pytania: czy względny spokój społeczny kupiony za pieniądze sektora prywatnego to dobra polityka na czas globalnego kryzysu?
Przeprowadzona analiza pokazała obszary niegospodarności i nieefektywności wymagającej szybkich i odważnych reform. Podkreśliła, jak ważne jest obniżenie danin publicznych sektora prywatnego, jeśli ma on skutecznie walczyć z kryzysem i stworzyć szansę na relatywne wzmocnienie polskiej gospodarki w Unii Europejskiej.

Literatura

[1] Owsiak S., *Sektor publiczny a finanse publiczne – stan i perspektywy*, [w:] *Stan i perspektywy sektora publicznego w gospodarce rynkowej. Wnioski dla Polski*, red. J. Kleer, Centrum Edukacji i Rozwoju Biznesu Olympus, Warszawa 2004.
[2] Karpiński A., Paradysz S., *Sektor publiczny w krajach Unii Europejskiej*, [w:] *Sektor publiczny w Polsce i na świecie między upadkiem a rozkwitem, red. J. Kleer*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2005.
[3] Tanzi V., *The Role of the State and the Quality of the Public Sector*, International Monetary Fund Working Paper, Washington, March 2000.
[4] Mikielewicz G., *Systemowe zasady redefinicji i zarządzania sektorami publicznymi*, Wydawnictwo Warszawska Szkoła Zarządzania, Warszawa 2004.
[5] Williams A., Giardina E., *Efficiency in the Public Sector: the Theory and Practice of Cost-benefit Analysis*, Edward Elgar Publishing, London 1993.
[6] Musgrave R., Musgrave P., *Public Finance in Theory and Practice*, 5th ed., McGraw-Hill, New York, 1989.
[7] Rosen H., *Public Finance*, 7th ed., McGraw-Hill, New York 2004.
[8] Dynus M., *Polityka fiskalna*, Wydawnictwo TNOiK, Toruń 2007, s. 16.
[9] Polarczyk K., *Wydatki publiczne w Polsce na tle państw Unii Europejskiej*, „Biuro Analiz Sejmowych" 2007, nr 22.
[10] Polarczyk K. *Zatrudnienie w sektorze publicznym i w administracji publicznej w Polsce na tle wybranych krajów*, „Biuro Analiz Sejmowych" 2007, nr 237.
[11] Bałtowski M., Żminda S., *Struktura własnościowa i branżowa a wyniki największych polskich przedsiębiorstw*, [w:] *Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999-2005)*, red. E.Balcerowicz, „Zeszyty BRE Bank – CASE" 2004, nr 89, s. 25.
[12] *Zmiany w polskich przedsiębiorstwach. Własność, restrukturyzacja, efektywność*, red. B. Błaszczyk, P. Kozarzewski, CASE, 2007.
[13] *Employment in Europe in 2008*, European Commission, 2008, http://ec.europa.eu/employment_social/emplweb/publications/index_en.cfm.
[14] *Government Finance Statistics, Summary tables, Data 1997–2007*, Eurostat, 2008.
[15] „Rocznik Statystyczny RP", GUS 2001.
[16] „Rocznik Statystyczny RP", GUS 2003.
[17] "Rocznik Statystyczny RP", GUS 2007.
[18] "Statistical Yearbook of the Czech Republic", Czech Statistical Office 2008.
[19] „Mały Rocznik Statystyczny Polski", GUS 2008.
[20] „Biuletyn Statystyczny RP", GUS 12.2006.
[21] „Biuletyn Statystyczny RP", GUS 12.2008.
[22] *Pracujący w gospodarce narodowej w 2007 roku*, GUS 2008.
[23] Rozporządzenia Rady (WE) nr 2223/96 z 25 czerwca 1996 r., w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych we Wspólnocie, L 310/1.

BUDŻETOWE SKUTKI KRYZYSU ŚWIATOWEGO SYSTEMU FINANSOWEGO

Wojciech Misiąg[1]

Czy w Polsce panuje kryzys?

Światowy kryzys systemu finansowego i wywołany przez niego kryzys gospodarczy jest niezaprzeczalnym faktem. Skoro jednak zanalizować mamy skutki tego kryzysu dla polskich finansów publicznych, to zasadne jest rozpoczęcie tej analizy od postawionego powyżej pytania. Odpowiedź na nie wbrew pozorom nie jest wcale oczywista i jednoznaczna.

Kryzys ma swoje przyczyny poza Polską. Nasza gospodarka jest już jednak tak mocno związana z gospodarką światową, że skutki kryzysu musiały dotrzeć również do nas – i to kilkoma różnymi drogami. Odczuliśmy więc przede wszystkim skutki rozprzestrzeniającej się recesji. Eksport jest na tyle istotnym źródłem popytu na polskie produkty, że zjawiska recesyjne musiały przenieść się na naszą gospodarkę. Doszło do tego ograniczenie – choć niezbyt wielkie – krajowego popytu konsumpcyjnego, którego przyczyną było z jednej strony rosnące bezrobocie, z drugiej – niepewność konsumentów co do dalszego rozwoju sytuacji, powodująca ograniczenie zakupów.

Skutki kryzysu odczuł również sektor bankowy. Banki zaczęły z większą ostrożnością oceniać zdolność kredytową swoich potencjalnych klientów, dały się też odczuć obawy związane z faktem, iż polski sektor bankowy ma silne powiązania kapitałowe z bankami zagranicznymi, z których znaczna część odczuwa obecnie bardzo poważne problemy.

Kryzys zdestabilizował też rynek walutowy. Efektem była znaczna deprecjacja złotego i trwająca do dziś duża zmienność kursów walutowych. Okazało się, że w warunkach kryzysu waluty największych potęg gospodarczych uważane są za pewniejsze od walut takich krajów jak Polska – i to nawet wtedy, gdy informacje nadchodzące z tych krajów wskazywały na pogłębianie się ich trudności. Zjawiska zachodzące od prawie roku na rynku walutowym stworzyły przy tym nowy kontekst dla dyskusji o polskiej drodze do przyjęcia euro jako waluty krajowej.

Obawiano się, że recesja w Europie i Stanach Zjednoczonych wywoła falę powrotów osób pracujących obecnie za granicą. Jak dotąd powroty te mają dość ograniczony zakres – wiadomości z Polski wskazują na to, że i tu perspektywy zdobycia pracy pogarszają się.

Kryzys dotarł więc do Polski. Opisane powyżej zjawiska oddziałują zarówno na komercyjną sferę gospodarki, jak i – co będzie głównym tematem tego artykułu – na sektor finansów publicznych. Gdy spróbujemy jednak potwierdzić tą pesymistyczną ocenę wskaźnikami makroekonomicznymi okaże się, że wpływ kryzysu na stan polskiej gospodarki i finansów nie jest aż tak wielki.

Najbardziej pesymistyczne prognozy wzrostu gospodarczego zakładają, że w 2009 roku produkt krajowy brutto może zmniejszyć się o ok. 1,5%. Nie jest to oczywiście powód do zadowolenia, lecz warto przypomnieć, że w 2008 roku polski PKB zwiększył się o ok. 4,8%, co oznacza, że nawet w przypadku, gdy PKB faktycznie zmniejszy się o 1,5, czy nawet o 2%, PKB będzie nadal większe niż w roku 2007. Przez ostatnie dwadzieścia lat dokonaliśmy ogromnego skoku, podwajając w Polsce rozmiary PKB. Półtoraprocentowy spadek PKB może więc martwić, ale w żadnym przypadku nie należy z tego powodu ogłaszać narodowej katastrofy.

[1] Doktor nauk ekonomicznych. Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową.

Podobnie wygląda kwestia bezrobocia. Prawdą jest, że w ostatnich miesiącach odnotowujemy wzrost stopy bezrobocia, ale pamiętać trzeba, że wzrost bezrobocia zimą powtarza się w zasadzie co rok, a stopa bezrobocia nadal – mimo kryzysu – jest niższa niż dwa lata temu i wyraźnie niższa od przeciętnej dla całej Unii Europejskiej.

Kryzysu i jego skutków dla Polski nie można lekceważyć. Nie należy też nadmiernie ekscytować się pojawiającymi się ostatnio informacjami o pierwszych symptomach poprawy sytuacji. Nasza gospodarka, nasze finanse publiczne mają poważny problem i dla problemu tego trzeba znaleźć rozwiązanie – co zresztą nie będzie bardzo proste. Wyolbrzymianie zagrożeń jest jednak najlepszym sposobem na pogłębienie kryzysu.

Zmarnowaliśmy dobrą koniunkturę

Ocenę skutków, jakie światowy kryzys wywołał – i może jeszcze wywołać – zacznijmy od próby odpowiedzi na pytanie: czy polski sektor finansów publicznych jest dobrze przygotowany na działanie w warunkach kryzysu? Odpowiedź na to pytanie nie jest niestety pozytywna. Opisane dalej niekorzystne zjawiska, jakie w wyniku kryzysu pojawiły się w naszych finansach publicznych mają swe źródło nie tylko w tym, co dzieje się na świecie, ale i w tym, czego nie zrobiliśmy w ostatnich latach.

Gdy na świecie zaczynał się kryzys finansowy, polska gospodarka zanotowała najwyższe od dziesięciu lat tempo wzrostu. Stabilne podstawy makroekonomiczne i rosnący strumień środków z Unii Europejskiej dawały szanse na dalszy rozwój i stopniowe rozwiązywanie najważniejszych problemów, w tym – na zrównoważenie finansów publicznych i zahamowanie narastania długu publicznego.

Tej szansy nie wykorzystaliśmy. Mimo rosnących znacząco dochodów publicznych nie udało się ani zredukować deficytu budżetu, ani obniżyć dynamiki zadłużenia. Brakło determinacji w reformowaniu sektora finansów publicznych. W okresie dobrej koniunktury podjęto kilka decyzji istotnie zmniejszających dochody budżetowe (obniżono składkę na ubezpieczenie rentowe, zlikwidowano tzw. trzeci próg w podatku dochodowym od osób fizycznych), wykreowano nowe wydatki, a jednocześnie z roku na rok odkładano zapowiadaną od dawna reformę wydatków publicznych. Zamiast całej reformy finansów publicznych zrealizowano połowę – oczywiście tę droższą.

Nie ma cudownej recepty na obniżenie wydatków publicznych. Istnieją jednak nadal bardzo liczne obszary, w których środki publiczne są wydawane nieefektywnie. Nawet w tak ważnych społecznie dziedzinach, jak ochrona zdrowia, edukacja, czy pomoc społeczna istnieją możliwości poważnych oszczędności. Na dokonanie znaczących zmian politykom nie pozwala jednak autocenzura. Od lat obawy przed tym, że „nasz elektorat takich cięć nie zaakceptuje" blokuje wdrażanie przedsięwzięć, które – w istocie rzeczy – służyłyby temu elektoratowi, dając możliwość redukcji obciążeń fiskalnych i lepszego funkcjonowania szeroko rozumianej sfery usług publicznych, odciążonych od ponoszonych dziś „z przyzwyczajenia" zbędnych wydatków. Dobrą ilustracją tego mechanizmu mogłaby być historia wdrażania (a właściwie pozornego wdrażania) metod budżetowania zadaniowego – historia bardzo pouczająca, lecz niestety zbyt długa, by ją tu rozwinąć.

Obniżenie składek na ubezpieczenie społeczne i podatku dochodowego od osób fizycznych samo w sobie nie było błędem. Wręcz przeciwnie, mogło przyczynić się do zdynamizowania gospodarki. Dla tak poważnej operacji dochodowej potrzebne było jednak ubezpieczenie – redukcja wydatków publicznych, pozwalająca zachować równowagę finansów publicznych na niepogorszonym poziomie. Tego jednak zabrakło.

W efekcie w czas kryzysu weszliśmy ze zmniejszonymi dochodami i z rosnącymi wydatkami publicznymi. Dla oceny tego faktu nie ma znaczenia to, że kryzys przyszedł z zewnątrz i zaskoczył nas (jak coroczna zima). Wzrost gospodarczy nie jest dany raz na zawsze i z tego, że od 1993 roku notujemy nieprzerwanie dodatnią dynamikę produktu krajowego brutto, nie

można było wysnuć wniosku, że grozi nam zahamowanie, a przynajmniej radykalne spowolnienie wzrostu.

Sektor finansów publicznych w kryzysie

Spróbujmy teraz dokonać przeglądu skutków, jakie kryzys już spowodował i może jeszcze spowodować w najważniejszych segmentach sektora finansów publicznych. Trzeba przy tym pamiętać, że na stan finansów publicznych oddziałują również liczne czynniki, które ze zjawiskami kryzysowymi na świecie nie mają nic wspólnego. Dla rzetelnej oceny omawianego zagadnienia niezwykle ważne jest, by kryzysowi nie przypisywać skutków różnych innych błędów i zaniedbań. Problem ten jest szczególnie istotny wtedy, gdy dążąc do zneutralizowania skutków kryzysu państwo decyduje się na uruchomienie szczególnych, „antykryzysowych" instrumentów pomocy finansowej (pomoc „oszukanym" na opcjach walutowych, pomoc w spłacie kredytów osobom, które straciły pracę, dokapitalizowanie instytucji finansowych, dopłaty do nowych samochodów itd.)

Budżet państwa

Przegląd zaczniemy od budżetu państwa, stanowiącego centralny punkt całego systemu finansów publicznych. Mimo postępującej decentralizacji zadań publicznych finanse publiczne pozostają nadal bardzo silnie scentralizowane i właściwie wszystkie ważniejsze segmenty sektora finansów publicznych uzależnione są od transferów z budżetu państwa. Od sytuacji w budżecie państwa zależy więc w poważny stopniu funkcjonowanie całej sfery instytucji publicznych – zarówno rządowych, jak i samorządowych.

Dochody budżetowe

Najbardziej bezpośrednim skutkiem kryzysu będzie dla budżetu państwa ograniczenie dynamiki wzrostu dochodów budżetowych lub – w skrajnym przypadku – zmniejszenie dochodów w relacji do wielkości z poprzednich lat. Dochody budżetowe są uzależnione przede wszystkim od tempa wzrostu gospodarczego i sprzedaży, inflacji oraz od tempa wzrostu dochodów ludności. Spowolnienie wzrostu gospodarczego, którego przyczyny zasygnalizowaliśmy we wcześniejszej części artykułu, musi wywrzeć negatywny wpływ na dochody budżetu państwa. Wpływ ten nie będzie jednak bardzo silny.

Przy założeniu, że podstawowe wielkości makroekonomiczne: produkt krajowy, sprzedaż i dochody ludności rosną w jednakowym tempie, różnica jednego punktu procentowego w dynamice tych wielkości powoduje zmianę dochodów budżetowych o ok. 3 mld zł. Biorąc pod uwagę obecne prognozy wzrostu gospodarczego i fakt, że budżet państwa na rok 2009 był konstruowany przy założeniu wzrostu PKB o ok. 2%, maksymalne skutki zahamowania wzrostu gospodarczego (przy spadku PKB o 1,5%) można szacować na ok. 10 mld zł. Faktyczne skutki nawet tak dużej różnicy między założoną i zrealizowaną dynamiką wzrostu gospodarczego będą jednak niewątpliwe mniejsze, a zawdzięczamy to zjawiskom, uważanym w czasach „niekryzysowych" za niekorzystne – wysokiemu opodatkowaniu kosztów pracy oraz dużemu obciążeniu finansów publicznych kosztami ubezpieczeń społecznych. Rosnące nadal wynagrodzenia i stabilne wypłaty świadczeń z ubezpieczenia społecznego stanowią bowiem czynnik wyraźnie wzmacniający budżet państwa w sytuacji słabszej koniunktury. W efekcie możemy się spodziewać, że faktyczne skutki kryzysowego osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego będą mniejsze od wspomnianych powyżej 10 mld zł. Pamiętać jednak należy, że w 2009 roku budżet państwa odczuje również – choć jeszcze nie w pełni – skutki likwidacji najwyższej stawki PIT. Reasumując – kryzysowy budżet państwa musi się liczyć z niepełnym wykonaniem planu dochodów. Deklarowane przez rząd twarde podejście do kwestii ewentualnego zwiększenia deficytu budżetowego implikuje zatem konieczność dokonania pewnych cięć wydatków.

Wydatki budżetu państwa

Cięcia takie będą potrzebne tym bardziej, że kryzys oddziałuje również na wydatki budżetu państwa i w kilku ważnych (dużych kwotowo) pozycjach preliminarza budżetowego zaplanowane kwoty najprawdopodobniej okażą się niewystarczające.

Pierwszą z takich pozycji są koszty obsługi długu zagranicznego. Obecne kursy złotego do walut, w których wyrażony jest polski dług zagraniczny, są znacznie mniej korzystne niż to zakładano przy konstrukcji budżetu państwa. Należy się zatem spodziewać, że limity wydatków ustalone dla obsługi długu zagranicznego okażą się niewystarczające – nawet jeśli w drugim półroczu będziemy już obserwować aprecjację złotego. Wyższe od planowanych będą też prawdopodobnie dotacje dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych – tu powodem jest jednak raczej niedoszacowanie budżetu niż wpływ kryzysu.

Rosnące bezrobocie i niepewność przedsiębiorców co do dalszych perspektyw, powinna spowodować wzrost zapotrzebowania na środki z pomocy społecznej. Brak takich sygnałów przypisywałbym raczej niedostatkom rządowego systemu monitorowania zjawisk gospodarczych i społecznych, niż temu, że dodatkowe środki nie są służbom socjalnym potrzebne. Źródłem zwiększonych potrzeb w tym zakresie może być w niedługim czasie nie tylko sytuacja na krajowym rynku pracy, lecz również bardzo zła sytuacja gospodarcza naszych wschodnich sąsiadów oraz krajów nadbałtyckich.

Przy okazji warto przypomnieć, że zawirowania na rynku walutowym spowodowały nie tylko konieczność zwiększenia wydatków na obsługę długu, lecz również zwiększenia kwot (w złotych) na przypadające na ten rok spłaty zobowiązań Skarbu Państwa wyrażonych w walutach obcych. Istotnym, choć niewidocznym w ewidencji budżetowej, skutkiem gwałtownej deprecjacji złotego trwającej od połowy 2008 roku do połowy lutego 2009 roku, było też duże zwiększenie złotowej wartości długu publicznego (szacujemy, że różnice kursowe od zadłużenia zagranicznego zwiększyły wartość długu wyrażoną w złotych) o ok. 20 miliardów zł.

Jak zrównoważyć budżet?

Musimy się więc liczyć ze spadkiem dochodów (jeśli nie w relacji do dochodów z 2008 roku, to przynajmniej w stosunku do wielkości planowanych) i koniecznością zwiększenia niektórych pozycji planu wydatków. Proponowaną reakcją na taki stan rzeczy jest najczęściej propozycja zwiększenia deficytu (który – *nota bene* – i tak przekracza już poziom wynikający z naszych unijnych zobowiązań), albo – co proponowane jest już ze znacznie mniejszym przekonaniem – dokonanie cięć w wydatkach. Oba rozwiązania są złe, choć w skrajnej sytuacji można ich użyć. Przeciw wzrostowi deficytu przemawia fakt, iż stan nierównowagi budżetowej i tak jest już niepokojący, przeciw cięciom wydatków – ryzyko dalszego ograniczenia popytu i wzmocnienie tendencji recesyjnych.

W tej sytuacji rozważyć należy przede wszystkim możliwość wykorzystania wszelkich wolnych zasobów środków publicznych, a więc przede wszystkim szybsze wykorzystanie pomocy finansowej UE, przejęcie nadwyżek finansowych funduszy celowych i agencji. Dopiero w następnej kolejności powinny być rozpatrywane niezbędne cięcia budżetowe.

Szczególnego znaczenia nabierają w obecnej sytuacji wpływy z prywatyzacji, zaplanowane na ten rok bardzo ambitnie. Wyższe wpływy z prywatyzacji nie powodują co prawda redukcji deficytu budżetowego, ale zmniejszają presję na wzrost długu publicznego i z tego powodu prywatyzacja powinna być obecnie – nie tylko z powodu kryzysu – jednym z priorytetów rządu. Zgromadzenie zaplanowanych wpływów może być jednak dość trudne, gdyż kryzysowa atmosfera nie wpływa pobudzająco na potencjalnych inwestorów.

Oszczędzamy na zakupach

Pewną „rekompensatą" za ograniczenia dochodowe jest fakt, iż w najbliższym czasie można się spodziewać spadku cen na rynku usług budowlanych. Silna recesja w większości krajów UE powoduje – jak już sygnalizowaliśmy – spadek eksportu (w tym eksportu usług) i w związku z tym wyższą podaż na polskim rynku dóbr i usług związanych z budownictwem. Wycofywanie się z działalności eksportowej wzmacnia konkurencję na rynku krajowym, a to stanowi już przesłankę do zahamowania wzrostu cen dóbr i usług inwestycyjnych. Znamy już wiele przypadków procedur udzielania zamówienia publicznych, które zakończyły się przyjęciem oferty na kwotę znacznie niższą od wynikającego z budżetu limitu wydatków na ten cel.

Antykryzysowe wsparcie gospodarki

Ważna niewiadomą w finansach publicznych jest jeszcze skala publicznego wsparcia dla gospodarki. Przygotowane przez rząd projekty działań antykryzysowych – jak na razie kierowanych głównie do sektora finansowego – zostały skierowane do Sejmu bez określenia proponowanej skali zaangażowania środków publicznych w kapitałowe wzmocnienie tego sektora. Wiemy też, że o pomoc taką zabiegają te inne sektory gospodarki. Część z nich znalazła swój wyraz w poselskich projektach ustaw.

Konieczności takiej pomocy nie można wykluczyć. Sądzimy jednak, że w polskich warunkach powinna ona mieć dość niewielki zakres. Wydaje się, że podobnego zdania jest rząd, wykazujący dużą wstrzemięźliwość wobec projektów kolejnych programów restrukturyzacyjnych.

Budżety jednostek samorządu terytorialnego

Opisane powyżej problemy, jakie światowy kryzys finansowy wywoła w budżecie państwa przeniosą się również – w pewnym stopniu – na finanse samorządowe, przy czym uważamy, że dla różnych rodzajów jednostek samorządu terytorialnego skala potencjalnych problemów będzie różna. Zauważyć trzeba najpierw, że samorząd terytorialny jest dość skutecznie chroniony przed finansowymi skutkami kryzysu światowego. Wpisaną w system finansowy samorządu terytorialnego barierę ochronną dla samorządów tworzą przede wszystkim następujące rozwiązania prawne:

- znaczny udział subwencji ogólnych wypłacanych jednostkom samorządu terytorialnego z budżetu państwa według reguł skonstruowanych w ten sposób, że zmniejszanie łącznych kwot subwencji jest praktycznie niemożliwe – w ten sposób silne uzależnienie samorządów od budżetu państwa, uważane zwykle za wadę systemu dochodów samorządowych – w warunkach kryzysowych okazuje się korzystne dla samorządów,
- znaczący udział w dochodach samorządowych udziałów we wpływach z podatku dochodowego od osób fizycznych, które – jak dotąd – okazują się dość odporne na skutki spowolnienia wzrostu gospodarczego, choć w przypadku przedłużającego się kryzysu dynamika dochodów osobistych – a więc i pochodnych dochodów budżetowych – niewątpliwie musiałaby się obniżyć.

Spodziewać się więc należy, że najsłabiej skutki kryzysu odczują powiaty (zwłaszcza tzw. ziemskie), w których dochodach subwencje ogólne i wpływy z udziałów w PIT stanowią największy udział. Stosunkowo bezpieczne są też gminy, zwłaszcza gminy wiejskie i małe miasta, dla których subwencje ogólne stanowią podstawowe źródło dochodów.

Instytucjonalne zabezpieczenia stabilności dochodów samorządowych nie mają oczywiście bezwzględnego charakteru. Skutecznie chronią one jednostki samorządowe tak długo, jak długo udaje się utrzymać budżet państwa we względnej równowadze finansowej. W naszej opinii nie ma jednak podstaw, by przewidywać załamanie budżetu państwa

Większe zagrożenia niesie kryzysowa sytuacja dla większych gmin miejskich oraz dla samorządów województw. W przypadku dużych miast źródłem zagrożenia jest przede wszystkim potencjalna możliwość dużego spadku dochodów własnych – zarówno dochodów podatkowych (trudniejsza sytuacja wielu przedsiębiorstw przełoży się na ich problemy z terminowym opłacaniem podatków), jak i dochodów z majątku, takich jak dochody z czynszów, gdyż stabilność tych dochodów jest również mocno związana ze stanem gospodarki.

W przypadku samorządów województw głównym zagrożeniem jest duży udział w ich dochodach udziałów we wpływach z podatku dochodowego od osób prawnych. Zagrożenie to wynika z dwóch istotnych cech tego podatku:

- po pierwsze – dochody z CIT bardzo szybko reagują na zmiany sytuacji gospodarczej; należy się więc spodziewać, że nawet jeśli w Polsce utrzyma się dodatnia dynamika wzrostu gospodarczego (co wydaje się prawdopodobne, ale nie jest pewne), wpłaty z tytułu CIT mogą ulec wyraźnemu zmniejszeniu – czynnikami mogącymi wywołać taki spadek są zwłaszcza trudności z eksportem i tworzenie rezerw na potencjalne negatywne skutki kryzysu (niepewne należności, koszty operacji walutowych itp.);
- po drugie – znacząca część wpływów z CIT pochodzi od przedsiębiorstw z sektora szeroko rozumianych usług, w tym – od banków i firm ubezpieczeniowych, które w największym stopniu narażone są na skutki kryzysu.

Wydaje się więc, że samorządy województw zmuszone są do bardzo ostrożnego planowania wpływów z CIT, a co za tym idzie – do dostosowania swych wydatków do opisanych powyżej zagrożeń występującej po stronie dochodowej ich budżetów.

Wspólnym zagrożeniem dla jednostek samorządu terytorialnego wszystkich szczebli jest też bardzo prawdopodobne ograniczenie rozmiarów dotacji przekazywanych z budżetu państwa. Dotyczy to zarówno dotacji na zadania zlecone, jak też dotacji na zadania własne. Budżet państwa będzie w bieżącym roku (a prawdopodobnie i w roku 2010) bardzo napięty, co oznacza między innymi konieczność usilnego poszukiwania możliwości ograniczenia wydatków budżetowych. W przypadku dotacji na zadania zlecone możliwość „oszczędzania na samorządach" stwarza fakt, że reguły ustalania wysokości tych dotacji są bardzo nieprecyzyjne. Jeszcze łatwiejsze – z punktu widzenia rządu – jest ograniczenie dotacji na zadania własne, których wypłacanie w znacznej części nie mają charakteru obligatoryjnego. Ograniczeń w dotacjach należy się spodziewać dopiero w 2010 roku.

Niezależnie od problemów związanych z dochodami, zagrożeniem dla sprawnego wykonywania zadań samorządowych mogą być w najbliższym okresie trudności z pozyskiwaniem środków kredytowych, a co za tym idzie – prawdopodobne spowolnienie inwestycji, w tym również inwestycji finansowanych z udziałem środków budżetowych UE. Planowane rozmiary zadań inwestycyjnych wspieranych środkami UE są w latach 2009–2010 znacznie większe niż w latach 2007–2008, gdy stopniowo kończone były zadania z perspektywy finansowej 2004–2006, a zadania finansowane środkami z nowej perspektywy finansowej (2007–2013) dopiero się rozpoczynały.

Samorządy będą więc w najbliższym czasie potrzebowały znacznych środków zarówno na wydatki stanowiące własny wkład finansowy do realizacji zadań wspieranych środkami UE, jak i na prefinansowanie wydatków podlegających refundacji. Przeszkodą w przeznaczeniu dostatecznej kwoty środków własnych będą sygnalizowane powyżej ograniczenia dochodów, przeszkodą w płynnym prefinansowaniu wydatków podlegających refundacji – poważne ograniczenie podaży kredytów. Jeśli rząd nie zdecyduje się na rozszerzenie możliwości prefinansowania wydatków refundowanych środkami publicznymi, możemy spodziewać się problemów w absorpcji przyznanych Polsce środków z budżetu UE.

Ewentualne opóźnienia w realizacji zadań finansowanych środkami UE są o tyle niebezpieczne, że prowadzić mogą do nadmiernej kumulacji zadań i wydatków w końcowych

latach perspektywy finansowej 2007–2013. Pełna absorpcja środków unijnych może się wtedy okazać trudna nawet przy znacznie lepszej niż obecna koniunkturze gospodarczej. Nie można liczyć na to, by rozwiązaniem tego problemu mogła być próba zastąpienia środków kredytowych środkami pozyskiwanymi z emisji samorządowych papierów wartościowych. Przy widocznej na rynkach finansowych awersji do ryzyka, uplasowanie na rynku kolejnych emisji obligacji samorządowych wydaje się bardzo problematyczne.
Jak widać z tego krótkiego przeglądu, potencjalnych zagrożeń dla finansów samorządowych jest wiele i nie można ich lekceważyć, choć jednocześnie zwrócić należy uwagę, że opisane powyżej problemy nie stanowią podstawy do bardzo alarmistycznych ocen obecnego stanu i perspektyw finansów samorządowych.
Analizując potencjalny wpływ spowolnienia wzrostu gospodarczego na finanse samorządowe, pamiętać należy, że dodatkowym czynnikiem, który w roku 2009 i przynajmniej w kilku następnych latach będzie negatywnie wpływał na finanse samorządowe, jest wprowadzone w roku 2009 obniżenie stawek podatku dochodowego od osób fizycznych, którego skutkiem będzie zmniejszenie dochodów jednostek samorządowych z udziałów w tym podatku. Przypomnieć też należy, że zmianie stawek podatkowych i zmniejszeniu dochodów publicznych pochodzących z tego podatku, nie towarzyszyły żadne zmiany w systemie dochodów, rekompensujące jednostkom samorządowym utratę dochodów z jednego z głównych źródeł tych dochodów

Sektor ubezpieczeń społecznych
Publiczne instytucje ubezpieczeń społecznych nie mają w Polsce charakteru kapitałowego i z tego powodu nie są mocno narażone na zawirowania wynikające z kryzysu finansowego. Pewnym zagrożeniem dla stabilności systemu ubezpieczeń społecznych może być jedynie większy od przewidywanego wzrost liczby osób odchodzących na emerytury, będący normalną reakcją na pogarszanie się koniunktury w gospodarce i rosnące bezrobocie. Odnotować tu należy pojawiające się już propozycje „rozmiękczenia" ustawy o emeryturach pomostowych, a także zgłoszoną już Sejmowi propozycję zniesienia ograniczeń zarobkowych dla emerytów i rencistów. Wejście w życie takich rozwiązań niewątpliwie spowodowałoby wzrost liczby emerytów i rencistów, co dla funduszy ubezpieczeń społecznych oznacza jednocześnie ograniczenie przychodów i wzrost wydatków.
Pewnym zagrożeniem dla publicznych funduszy emerytalnych jest też fakt, iż ich wydatki finansowane są w znacznej części z dotacji budżetowych – dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych udział dotacji w finansowaniu wydatków wynosi ok. 35%, dla Kasy Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego – ok. 91%. Trudna sytuacja budżetu państwa może być powodem ograniczenia dotacji dla FUS i powrotu do złej tradycji wymuszonego finansowania wydatków FUS komercyjnymi kredytami.

Skarbowe papiery wartościowe
Na marginesie dodać warto – choć wykracza to poza formalnie określone ramy tego artykułu – ze znacznie gorsza jest sytuacja otwartych funduszy emerytalnych, których kapitały uległy w ostatnich dwóch latach poważnemu zmniejszeniu. Może to być w przyszłości źródłem poważnych problemów społecznych.
Zagrożeniem dla OFE są zarówno straty notowane na inwestycjach w podmioty sfery produkcyjnej, jak i coraz trudniejszy dostęp do skarbowych papierów wartościowych. Przy widocznej na rynkach finansowych ogromnej awersji do ryzyka OFE pragnąc nabywać skarbowe papiery wartościowe zmuszone są coraz ostrzej konkurować z bankami i komercyjnymi instytucjami ubezpieczeniowymi, dysponującymi znacznym kapitałem i bardzo zainteresowanymi bezpiecznymi inwestycjami w papiery skarbowe.

Strategia finansowania deficytu budżetu państwa to jeden z poważniejszych problemów, którego powstanie jest pośrednio związane z oddziaływaniem na polską gospodarkę światowego kryzysu finansowego. Redukując oprocentowanie sprzedawanych bonów i obligacji (te ostatnie cieszą się zresztą ostatnio mała popularnością – kryzys nie sprzyja operacjom długoterminowym) Ministerstwo Finansów ryzykuje problemami przy wykonywaniu budżetu państwa, utrzymując wysoką rentowność papierów skarbowych – pośrednio wpływa na ograniczanie akcji kredytowej banków. Jak dotąd za priorytet uznawane są potrzeby budżetu państwa.

Rozliczenia z Unią Europejską

Problemem, którego rozwiązanie pomogłoby w utrzymaniu stabilności finansów publicznych, pobudzając jednocześnie gospodarkę, byłoby przyspieszenie absorpcji środków pochodzących z budżetu UE. Konieczne jest także lepsze gospodarowanie środkami już otrzymanymi z budżetu UE – z naszych obliczeń wynika, że znaczna część środków, które zostały już przekazane Polsce w ramach nowej perspektywy finansowej na lata 2007–2013, nie została dotychczas przekazana do budżetu państwa. Nie przekonuje przy tym wyjaśnienie, iż środki te są blokowane pod przyszłe refundacje wydatków na już uruchomione projekty. Utrzymywanie dużej rezerwy unijnej ma bowiem sens tylko w sytuacji, w której Skarb Państwa nie jest zmuszony do zaciągania zobowiązań na finansowanie bieżących wydatków. Szybsza realizacja projektów unijnych (zwłaszcza dużych projektów infrastrukturalnych) wzmocniłaby popyt (w obecnej, kryzysowej sytuacji byłoby to niezwykle ważne), zmniejszając jedynie napięcia w sektorze finansów publicznych.

Wnioski

Coraz silniej zintegrowana z gospodarką europejską (i nie tylko) gospodarka polska nie mogła uchronić się przed skutkami kryzysu, który dotknął naszych głównych partnerów gospodarczych. Polska okazała się jednak dość odporna na kryzysowe zagrożenia i skutki światowego kryzysu finansowego nie są – jak dotychczas – zbyt dotkliwe dla Polski. Nie spowodowały też – jak dotąd – poważniejszych zaburzeń w funkcjonowaniu sektora finansów publicznych.

Spowolnienie gospodarcze spowodowało jednak utratę przez budżet państwa części planowanych dochodów, a wywołana czynnikami leżącymi poza polską gospodarką deprecjacja złotego znacznie powiększyła nasze zadłużenie zagraniczne (w ujęciu złotowym).

Problemy, z jakimi boryka się dziś sektor finansów publicznych spowodowane są w dużej części nie tylko skutkami światowego kryzysu, ale zaniechaniami w reformowaniu finansów publicznych. To, czego nie zrobiono w komfortowych warunkach wysokiego wzrostu gospodarczego, trzeba będzie prawdopodobnie realizować teraz, w sytuacji znacznie mniej sprzyjającej takim przedsięwzięciom. Być może jednak trudne decyzje mogą być w Polsce podejmowane tylko pod taką ostrą presją. Jeśli tak jest – powinniśmy kryzys wykorzystać.

Taktykę funkcjonowania sektora finansów publicznych określać powinna dziś zasada: „Nie lekceważyć i nie histeryzować". Receptą na kryzys powinno być zaostrzenie dyscypliny wykonywania budżetu państwa i dążenie do efektywnego wykorzystania wszystkich dostępnych środków, w tym – środków już pozyskanych i możliwych do pozyskania z budżetu Unii Europejskiej. Wymaga to zarówno przyspieszenia realizacji projektów wspieranych środkami europejskimi, jak i bardziej aktywnej polityki wykorzystania środków już otrzymanych. Dużej rozwagi wymagać też będzie uruchamianie programów pomocowych dla gospodarki.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

WYKORZYSTANIE KRYZYSU DO UMOCNIENIA POZYCJI FIRMY NA RYNKACH MIĘDZYNARODOWYCH . PRZYPADEK TRANSSYSTEM SA

Stanisław Sroka[1]

Wstęp

Jeszcze niedawno autorzy wielu publikacji dotyczących gospodarki i ekonomii zwracali uwagę na bardzo szybkie zmiany zachodzące w otoczeniu przedsiębiorstw. Innowacje te wynikały m.in. ze zjawisk globalizacji, otwarcia rynków, szybkiego rozwoju technologicznego i komunikacji oraz dostępności kapitału. Stosowane było określenie turbulentnego otoczenia. Jednak to, co przeżywały przedsiębiorstwa w ostatnim roku, wielokrotnie przewyższa swoją gwałtownością i nieprzewidywalnością zmiany otoczenia znane wcześniej. Mogliśmy obserwować zmieniające się z godziny na godzinę kursy walut, zachowania banków i inwestorów, wycofywanie albo zatrzymywanie realizacji kontraktów i wahania cen. Czynniki te wpływają nie tylko na zachowania firm, ale decydują często o ich egzystencji, o być albo nie być. Jednak dla pewnej grupy firm, które potrafią wykorzystać turbulencje, ta skomplikowana rzeczywistość stwarza szansę na wzmocnienie ich pozycji rynkowej.
Trudne warunki weryfikują jakość zarządzania i kompetencje głównych aktorów korporacyjnej sceny, czyli menedżerów. Poddają surowej ocenie ich zdolność do kierowania organizacją w niełatwych czasach.
W artykule autor przedstawia sposób zarządzania i wykorzystania kryzysu do zdobycia nowej pozycji polskiej firmy na rynkach międzynarodowych.

Opis firmy

Firma Transsystem została założona w roku 1991. W ciągu 18 lat rozwinęła się z niewielkiego warsztatu mechanicznego, produkującego proste konstrukcje stalowe i siatki osłonowe, w firmę dostarczającą innowacyjne rozwiązania w zakresie transportu technologicznego i konstrukcji stalowych dla przemysłu samochodowego oraz branż: energetycznej, budowlanej i turystycznej. W 1991 roku pozyskała inwestora strategicznego, którym była jedna z najlepszych na świecie firm produkujących systemy transportu dla fabryk samochodów, a w roku 2007 wykupiła jego udziały, pozyskując jednocześnie inwestorów *private equity* i podwyższając kapitały własne firmy. Rok ten był również momentem zmiany pozycjonowania: z firmy, która dostarczała produkty generalnym wykonawcom w branży samochodowej, na pozycję generalnego wykonawcy zarówno w branży samochodowej, jak i poza nią. Sytuacja kryzysowa została wykorzystana do umocnienia pozycji firmy na rynku międzynarodowym.

Kryzys i jego cechy

Kryzys gospodarczy ze względu na trudno przewidywalne konsekwencje prowadzi do gwałtownego zakłócenia normalnych czynności przedsiębiorstwa i często do trwałego osłabienia, a nawet do likwidacji jego działalności. Stosowane na co dzień systemy reguł postępowania, ustalone procesy i struktury nie działają. Obowiązujące w normalnych warunkach operacyjne i strategiczne cele gospodarcze są przytłoczone przez inne, szybko zmieniające się kryteria. Nasilają się procesy, które są w ograniczony sposób sterowalne, o nieprzewidywalnym wyniku, zagrażające egzystencji firmy.

[1] Prezes Zarządu, Dyrektor Naczelny Transsystem SA, Prezes Stowarzyszenia Project Management Polska.

Typologia kryzysu.

Kryzys może być spowodowany wieloma przyczynami, które często wzajemnie się warunkują, ale też mogą występować niezależnie od siebie. Ze względu na przyczyny można wymienić m.in. następujące rodzaje zagrożeń wywołujących kryzys:

1) Zagrożenie technologiczne odnosi się do błędów w planowaniu strategicznym. Pojawia się, kiedy przedsiębiorstwo zbyt długo koncentruje się na określonych produktach albo technologiach.
2) Niekontrolowany wzrost powodujący braki w kapitale własnym, organizacji i zasobach ludzkich.
3) Patriarchalne zarządzanie przez założyciela albo właściciela firmy, bazujące na przenoszeniu dobrych w przeszłości sposobów działania bezrefleksyjnie do współczesnej sytuacji.
4) Załamanie sprzedaży wywołane przez wielorakie endogenne i egzogenne przyczyny, jak np. zmiany preferencji klientów, nowe przepisy prawne.
5) Stosunki zależnościowe od partnera dominującego po stronie sprzedażowej albo po stronie zakupowej. Gwałtowne przerwanie takiego stosunku może prowadzić do zaniknięcia podstawy biznesu.
6) Nieprawidłowe zachowania pracowników wynikające z przekroczenia kompetencji albo zamierzone szkodliwe dla biznesu działania, aż do oszustwa, prowadzące do sytuacji kryzysowej.

Diagnoza kryzysu

Obecny kryzys rozpoczęty w roku 2007 jest kryzysem sprzedaży i przychodów. Doprowadził on do gwałtownych spadków sprzedaży całych rynków i branż. Jeśli taka sytuacja przekracza wartości krytyczne, to nawet przedsiębiorstwa o atrakcyjnych modelach biznesowych mogą wpaść w kryzys zagrażający ich egzystencji. Znaczne szkody powstają wtedy, kiedy erogenne fale szoku dotyczą jednocześnie wielu branż i normalnie funkcjonujące mechanizmy rynkowe nie działają.

Wyjątkowo boleśnie dotyka to przedsiębiorstw zbytnio uzależnionych od technologii i branży – z jednej strony, albo – z drugiej strony – ze zbytniej specjalizacji na obszarze, który dotknął kryzys.

Obecny kryzys nie jest kryzysem kosztów albo niskich kursów walutowych. Wielkości sprzedaży załamały się na niespotykaną dotychczas miarę. Przedsiębiorstwa podejmują tradycyjne metody walki z kryzysem, oparte na redukcji kosztów. Ale to nie wystarczy, bo gdy sprzedaż spada o 40%, to żadna obniżka kosztów nie jest w stanie tego skompensować. Z tego powodu, że kryzys jest kryzysem sprzedaży, musi być zwalczany na polu sprzedaży, redukcje kosztów powinny uzupełniać działania.

Działania, jakie powinny być podjęte, muszą obejmować szerszy zakres funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Charakterystycznym objawem kryzysu sprzedaży jest zmiana rynku dostawcy na rynek odbiorcy. Odwrotnie niż w czasie prosperity, kiedy rynek ma cechy rynku dostawcy, a mianowicie:

1) Produkcja nie nadąża za popytem, czas dostawy staje się kryterium decyzyjnym klienta.
2) Firmy koncentrują się na usuwaniu wąskich gardeł w produkcji i zatrudnieniu, serwis schodzi na drugi plan.
3) Ceny rosną, łatwo przeprowadzić podwyżki.
4) Dział sprzedaży „rozdziela" produkty miedzy klientów.
5) Natomiast w czasie kryzysu rynek dostawcy przybiera cechy rynku odbiorcy:
6) Nadwyżka podaży nad popytem, niewykorzystane są zarówno moce produkcyjne, jak i siła robocza, to prowadzi do skrócenia dnia pracy, zwolnień itp.
7) Rosną zapasy niesprzedanych produktów u wytwórców lub u dystrybutorów.
8) Powstaje presja na obniżkę ceny.

Osiągnięcie celów sprzedażowych staje się zatem coraz trudniejsze.

Przedsiębiorstwa w kryzysie muszą sobie poradzić z taką transformacją rynku i starać się znaleźć i wykorzystać sytuację kryzysową dla wzmocnienia własnej pozycji rynkowej.

Wśród przejawów kryzysu można znaleźć te, które mogą sprzyjać działalności firmy:

1) Spadające ceny surowców i materiałów używanych w produkcji.
2) Duża podaż dobrych i wykwalifikowanych pracowników.
3) Wysoki kurs walut.
4) Większa skłonność inwestorów i klientów do poszukiwania nowych, tańszych rozwiązań i dostawców.
5) Duża presja ze strony klientów na obniżkę ceny.
6) Programy państwowe stymulujące gospodarkę.
7) Inwestycje w obszarach bezpieczeństwa energetycznego i infrastruktury.
8) Duża podaż środków unijnych na projekty innowacyjne i modernizacyjne.

W czasie kryzysu można przeprowadzić działania restrukturyzacyjne, o których nawet nie wypada myśleć, a co dopiero mówić czy realizować je w czasie dobrej koniunktury: zamrozić wynagrodzenia, zredukować zatrudnienie, zrezygnować z działalności w pewnych obszarach czy na rynkach niebędących kluczowymi dla firmy, zmniejszyć budżety i renegocjować kontrakty zakupowe.

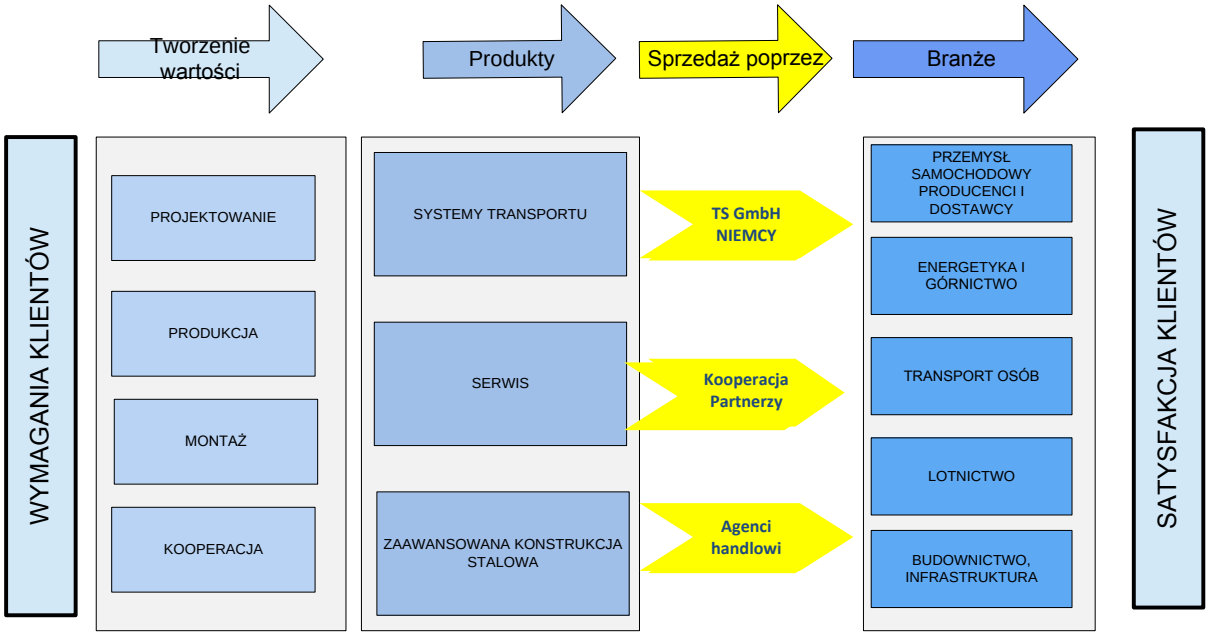
Działania firmy Transsystem

Firma Transsystem wcześniej funkcjonowała głównie w branży samochodowej. Wstrzymanie inwestycji spowodowało gwałtowny spadek sprzedaży dla tej branży. Jednak sprzedaż i wyniki firmy nie uległy pogorszeniu. Firma wzmocniła swoją pozycję generalnego wykonawcy w branży samochodowej i zdobyła całkowicie nową silną pozycję w innych branżach, poza przemysłem samochodowym. Było to zasługą przedstawionych poniżej działań w momencie pojawiania się pierwszych oznak kryzysu i w momencie samego kryzysu.

Zmiana modelu biznesowego.

Firma zmieniła swój model biznesowy z producenta urządzeń i konstrukcji stalowych na dostawcę rozwiązań i usług w zakresie transportu. Model ten polega na przejęciu pełnego łańcucha tworzenia wartości, od koncepcji rozwiązania, poprzez wybór produktów, które to rozwiązanie zapewniają, po instalacje i uruchomienie u klienta. Produkty wytworzone dla danego rozwiązania sprzedawane są trzema różnymi torami: bezpośrednio z firmy, poprzez firmę zależną w Niemczech i poprzez agentów handlowych posiadających bardzo dobre kontakty u klientów końcowych. Odbiorcami produktów są różne branże: samochodowa, energetyka i górnictwo, turystyka, lotnictwo, budownictwo i infrastruktura. Asynchroniczne zapotrzebowanie tych branż zapewnia w miarę stabilną podaż na produkty firmy.

Rys. 1. Nowy model biznesowy firmy Transsystem



Zmiana koncepcji funkcjonowania firmy z produkującej urządzenia i konstrukcje stalowe na dostarczającą systemowe rozwiązania w zakresie przemieszczania materiałów i osób umożliwiło dodatkowo uzyskanie następujących efektów:

1) Wkroczenie do nowych segmentów rynku: turystyka, energetyka, górnictwo, lotnictwo, budownictwo i infrastruktura.
2) Rozszerzenie asortymentu oferowanych produktów dobieranych do potrzeb określonego odbiorcy.
3) Rozszerzenie łańcucha wartości dodanej poprzez wzbogacenie oferty o usługi serwisowe.
4) Możliwość stosowania insourcingu.
5) Zwiększenie szybkości i elastyczności realizacji projektów.
6) Wykorzystanie zasobów firmy poprzez przeniesienie z branż o cechach rynku odbiorcy do branż, gdzie panuje rynek dostawcy, np. energetyka i górnictwo (patrz tab. 1).
7) Stworzenie możliwości uzyskania przewagi kosztowej nad konkurencją istotnej dla klientów w sytuacji kryzysu.

Tab. 1. Lokalizacja produktów dla różnych branż celem uzyskania równomiernego wykorzystania zasobów.

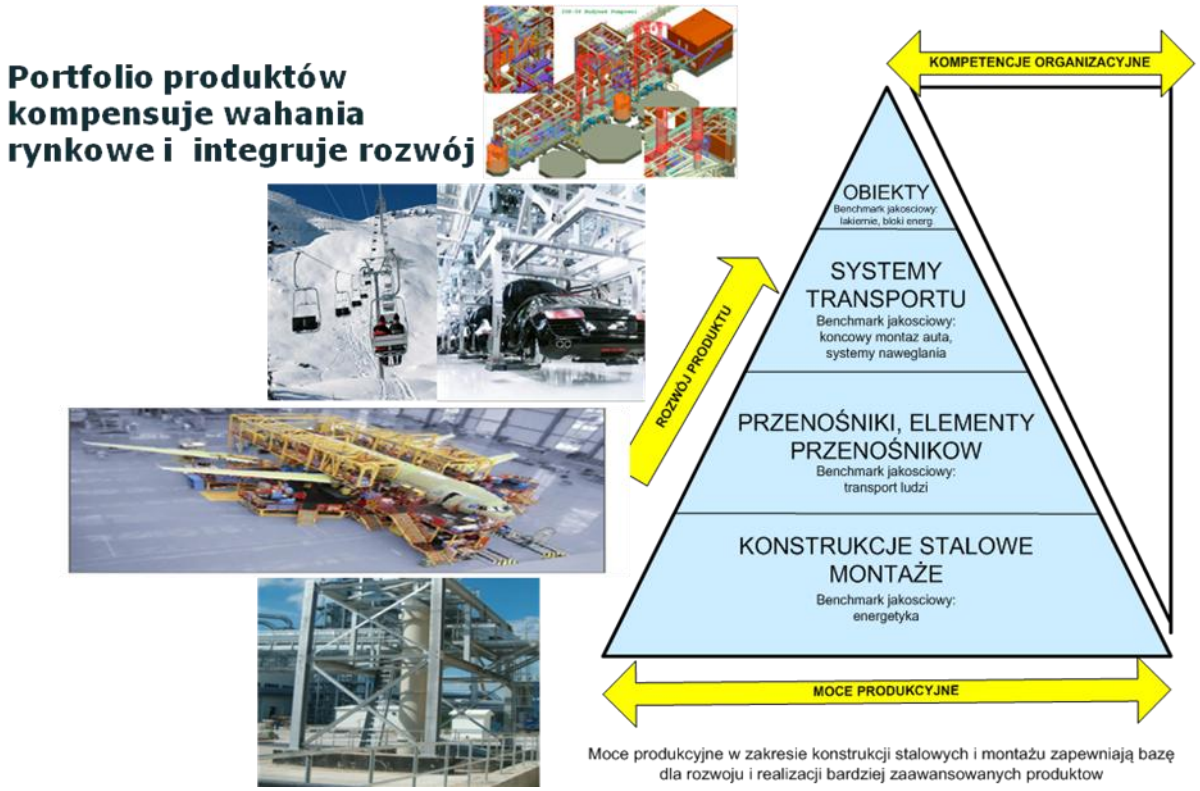
Branża/produkt	Konstrukcje stalowe	Systemy transportu technologicznego	Systemy transportu osób	Serwis
Branża samochodowa	x	x		x
Energetyka, górnictwo	x	x		x
Turystyka	x		x	x
Lotnictwo	x	x		x
Budownictwo, infrastruktura	x			
Branża budowlana, infrastruktura		x	x	

Portfolio produktów

Innym elementem istotnym dla firmy w sytuacji kryzysowej jest właściwe port folio produktów, zapewniające wykorzystanie zasobów i zapewniające przepływy pieniężne. Przedstawia je rys. 2. Kon-

strukcje stalowe są produktem o najniższej marży, ale o szybkich przepływach pieniężnych oraz o największym popycie. Umożliwiają one wykorzystanie zasobów firmy w przypadku wahań zapotrzebowania przez projekty z wyższych poziomów piramidy oraz ich finansowanie w okresach miedzy terminami przepływów pieniężnych z tych projektów. Pozostałe produkty w miarę przesuwania się do szczytu piramidy są coraz bardziej zaawansowane technologicznie i organizacyjnie, mają coraz wyższą marżę, ale z kolei charakteryzuje je długi termin realizacji i długotrwałe przepływy pieniężne. W momencie pojawiania się zapotrzebowania na produkty bardziej zaawansowane działalność firmy przesuwa się w kierunku tych produktów, a konstrukcje stalowe kupowane są u dostawców.

Rys. 2. Piramida produktów i marży firmy Transsystem.

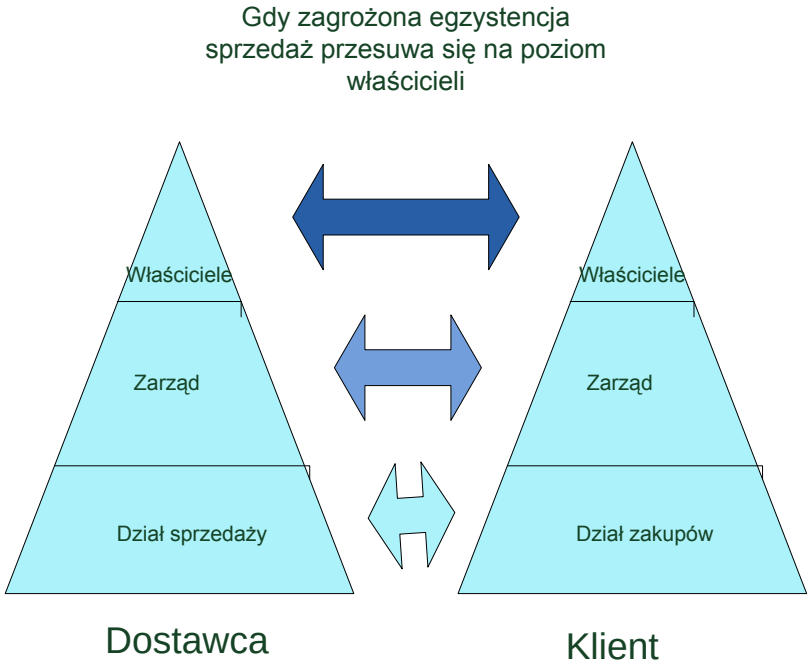


Wzmocnienie działań w obszarze sprzedaży:

1) Podniesienie efektywności sił sprzedażowych poprzez wydłużenie czasu poświeconego na właściwą sprzedaż.
2) Zróżnicowane wizyty u klientów: pracownicy różnych szczebli, aż po Zarząd, agenci, firmy zależne.
3) Dodatkowe środki motywacyjne.
4) Wzmocnienie sprzedaży bezpośredniej.
5) Zaangażowanie pracowników wewnętrznych w sprzedaż.
6) Przejęcie od konkurencji najlepszych pracowników.

W czasie kryzysu rośnie rola kierownictwa firmy w zakresie pozyskania zleceń. Szef firmy powinien być obecny i dostępny dla klientów oraz pracowników działu sprzedaży, nawet jeżeli jest to akt symboliczny.

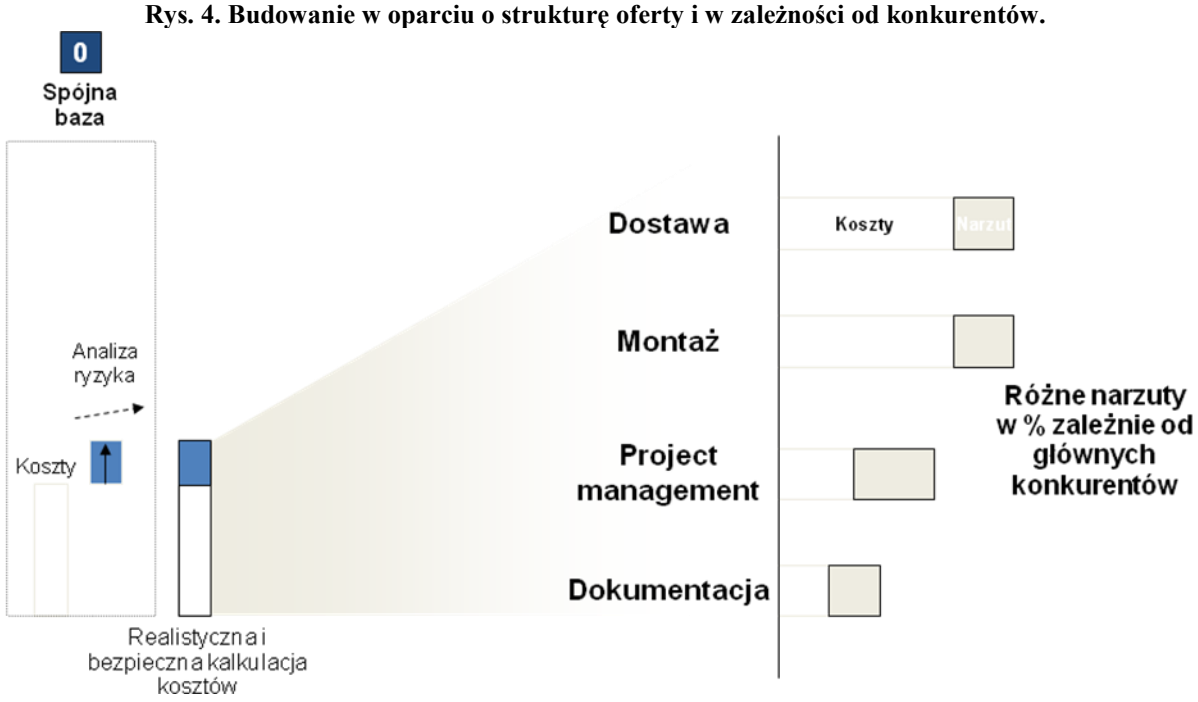
Rys. 3. Pozyskiwanie kontraktów w sytuacji kryzysu sprzedaży na rynku.



Polityka cenowa

Ważnym elementem sprzedaży jest polityka cenowa. Rys. 4 przedstawia kształtowanie ceny w zależności od rynku i konkurencji. Takie zarządzanie ceną pozwala w miarę dokładnie wykorzystać przewagi kosztowe w poszczególnych elementach oferty.

Rys. 4. Budowanie w oparciu o strukturę oferty i w zależności od konkurentów.



W wyniku zastosowania działań wykorzystujących sytuację kryzysową firma Transsystem utrzymała plan sprzedaży i wyników założony wcześniej oraz zdobyła i wzmocniła pozycję rynkową w branży samochodowej i poza nią. Znalazła się wśród 5 najważniejszych firm na świecie dostarczających rozwiązania systemów transportu dla branży samochodowej oraz zdobyła wiodącą pozycję

w Polsce zarówno w branży samochodowej, jak i energetycznej. Innowacyjne rozwiązania dla transportu osób znalazły zastosowanie w turystyce i aglomeracjach miejskich.