

ZAGROŻENIE *CREDIT CRUNCH* W POLSCE W OKRESIE PANDEMII COVID-19

JAN CZEKAJ, PAWEŁ OLEKSY

SYGN. WIB PAB 15/2020

Raport opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego
Fundacji Warszawski Instytut Bankowości

Warszawa, 2 września 2020 r.

 PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY

O raporcie

Raport **Zagrożenie credit crunch w Polsce w okresie pandemii COVID-19** został opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego Fundacji Warszawski Instytut Bankowości

Autorzy

Raport przygotowany przez zespół w składzie:

Prof. dr hab. Jan Czekaj

– profesor zwyczajny i kierownik Katedry Rynków Finansowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie. W przeszłości był między innymi członkiem Rady Polityki Pieniężnej, podsekretarzem stanu w Ministerstwie Przekształceń Własnościowych oraz w Ministerstwie Finansów, członkiem Rady Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, a także zastępcą przewodniczącego Komisji Nadzoru Bankowego oraz Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych. Jest autorem, współautorem lub redaktorem wielu książek, artykułów naukowych oraz publikacji i komentarzy w prasie specjalistycznej. Jego zainteresowania naukowe koncentrują się na problematyce polityki pieniężnej, makroekonomicznych uwarunkowań rynków finansowych, rynku długu, rynku funduszy inwestycyjnych, efektywności informacyjnej giełdowego rynku akcji oraz zarządzania finansami przedsiębiorstw.

Dr Paweł Oleksy

– adiunkt w Katedrze Rynków Finansowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, absolwent studiów doktoranckich w Szkole Głównej Handlowej, były stypendysta DAAD na uniwersytecie we Freiburgu. W swojej działalności naukowej koncentruje się na problematyce funkcjonowania rynków i instytucji finansowych, finansowania rynku nieruchomości, inwestycji alternatywnych oraz procesów finansjalizacyjnych zachodzących w gospodarce. Jest autorem i recenzentem artykułów naukowych oraz uczestnikiem projektów naukowo-badawczych, w tym finansowanych ze środków NCN oraz RID. Jest też koordynatorem pierwszego w Polsce kierunku studiów, organizowanego przy współpracy z KNF i uprawniającego absolwentów do wpisu na listę doradców inwestycyjnych bez konieczności składania egzaminu.

O programie

Program Analityczno-Badawczy przy Fundacji WIB powstał w 2019 roku jako odpowiedź na potrzeby sektora bankowego w zakresie analizy zjawisk, tworzenia opracowań i porządkowania wiedzy w obszarach cyberbezpieczeństwa i nowych technologii, a także szeroko rozumianego otoczenia sektora bankowego, kształtującego warunki działania banków w Polsce. Prace analityczno-badawcze w ramach programu realizowane są pod kątem możliwości praktycznego wykorzystania ich wyników w celu rozwoju sektora bankowego, podnoszenia poziomu bezpieczeństwa usług oraz kreowania wartości dla klientów bankowości. Pab wib kładzie duży nacisk na rozwój współpracy ze środowiskami akademickimi i eksperckimi, poszukując synergii w zakresie zainteresowań badawczych autorów oraz potrzeb rozwojowych sektora bankowego.

W ramach programu realizowane są analizy i badania w następujących obszarach:

-  **Nowe technologie i cyberbezpieczeństwo**
-  **Zdolność banków do finansowania gospodarki**
-  **Bankowość spółdzielcza**
-  **Rynek nieruchomości**
-  **Zielony ład i finansowanie energetyki odnawialnej**
-  **Finansowanie projektów innowacyjnych**

Więcej na temat działalności programu na stronie www.pab.wib.org.pl

Kontakt

dr Andrzej Banasiak
Koordynator Programu
m: 696 405 104
e: abanasiak@wib.org.pl

Jacek Gieorgica
m: 603 626 254
e: jgieorgica@wib.org.pl

Warszawski Instytut Bankowości
00-394 Warszawa, ul. Solec 38, lok 104
t: (22) 182 31 70
e: pab@wib.org.pl

Agnieszka Nierodka
m: 607 484 391
e: anierodka@wib.org.pl

dr Tomasz Pawlonka
m: 505 917 778
e: tpawlonka@wib.org.pl

Spis treści

	Wprowadzenie	5
	ROZDZIAŁ I. Istota credit-crunch	8
	ROZDZIAŁ II. Przyczyny credit crunch	12
	ROZDZIAŁ III. Międzynarodowe przykłady credit crunch	16
	3.1. Kryzys meksykański (Tequila crisis)	17
	3.2. Kryzys azjatycki	20
	3.3. Światowy kryzys finansowy	22
	3.4. Podobieństwa i różnice kryzysów credit crunch	23
	ROZDZIAŁ IV. Działania umożliwiające uniknięcie credit crunch	25
	4.1. Obszar polityki monetarnej	26
	4.2. Obszar polityki fiskalnej	26
	4.3. Obszar regulacyjno-nadzorczy	27
	4.4. Obszar dodatkowych rozwiązań instytucjonalnych	28
	4.4.1. Programy gwarancyjne typu Asset Protection Scheme	29
	4.4.2. Firmy zarządzania aktywami zagrożonymi typu Asset Managment Companies	30
	ROZDZIAŁ V. Zagrożenie credit crunch w Polsce w okresie pandemii COVID-19	31
	5.1. Skala załamania gospodarczego wywołanego pandemią	32
	5.2. Działania zaradcze	34
	5.2.1. Elementy tarczy antykryzysowej	34
	5.2.2. Działania NBP	36
	5.2.3. Działania regulacyjno-nadzorcze	38
	5.3. Ryzyko wystąpienia credit crunch w Polsce	39
	ROZDZIAŁ VI. Rekomendacje w zakresie ograniczenia ryzyka credit crunch w Polsce	44
	Bibliografia	46

Wprowadzenie





Z początkiem 2020 roku gospodarka Polski wkroczyła w kolejny, od początku transformacji systemowej, okres względnie zrównoważonego rozwoju gospodarczego, z tempem wzrostu PKB wynoszącym na koniec 2019 roku 4,3%, stopą rejestrowanego bezrobocia na poziomie 5,2% oraz stopą inflacji wynoszącą 2,3%. Równocześnie, system finansowy z rekordowo niskimi stopami procentowymi, w tym stopą referencyjną NBP na poziomie 1,5%, zapewniał niezakłócone finansowanie potrzeb pożyczkowych podmiotów ze sfery realnej oraz instytucji sektora publicznego. Te względnie stabilne warunki makroekonomiczne uległy jednakże diametralnemu pogorszeniu na skutek dynamicznego rozprzestrzeniania się pandemii COVID-19 i wynikającej z niej konieczności podjęcia rygorystycznych rozwiązań ograniczających zakres kontaktów społecznych, co automatycznie przełożyło się na znaczące ograniczenie lub wręcz zatrzymanie działalności gospodarczej wielu gałęzi gospodarki. Nagłe wprowadzenie w marcu 2020 roku licznych obostrzeń epidemicznych, choć zasadne z punktu widzenia ochrony zdrowia obywateli, miało charakter szokowy zarówno dla strony podażowej, jak i popytowej rynku, o trudnej do przewidzenia skali i trwałości negatywnych konsekwencji. Jednym z podstawowych skutków zaistniałego wstrząsu było skokowe ograniczenie płynności finansowej większości podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych, a zatem ich zdolności do generowania przepływów pieniężnych oraz obsługi zobowiązań handlowych i finansowych.

Kryzys sfery realnej gospodarki, mimo podjętych przez instytucje państwowe działań osłonowych z wykorzystaniem narzędzi polityki fiskalnej oraz pieniężnej, wpłynął także negatywnie na funkcjonowanie podmiotów sfery finansowej, pogarszając znacząco bieżące wyniki ich działalności, zagrażając tym samym stabilności całego systemu finansowego. Podjęte przez instytucje finansowe, w szczególności banki, działania zaradcze i dostosowawcze do nowych realiów funkcjonowania gospodarki i zwiększonego ryzyka kredytowego mają przede wszystkim charakter doraźny i są ukierunkowane na ograniczenie dalszych potencjalnych strat w krótkim i średnim okresie. W przypadku banków działania te przybrały m. in. formę bardziej restrykcyjnych wymogów dla kredytobiorców z branż szczególnie dotkniętych skutkami pandemii, podwyższenia marż kredytowych, zmian parametrów oceny ryzyka i wiarygodności kredytobiorców, większych wymagań co do zabezpieczeń

kredytów itp. Równocześnie skokowy spadek popytu na kredyt przyczynił się do jeszcze głębszego ograniczenia aktywności kredytowej, której skala na koniec maja 2020 roku była mniejsza zarówno w ujęciu liczbowym (-52,9% w przypadku limitów kredytowych, -48,4% w przypadku kart kredytowych, -22,1% w przypadku kredytów konsumpcyjnych oraz -28,9% w przypadku kredytów mieszkaniowych), jak i wartościowym (-47,5% w przypadku limitów kredytowych, -56,2% w przypadku limitów kartowych, -44,2% w przypadku kredytów konsumpcyjnych, -22,4% w przypadku kredytów mieszkaniowych), aniżeli w porównywalnym okresie roku poprzedniego (BIK 2020a). Dalsze utrzymywanie się tej tendencji, według Komitetu Stabilności Finansowej (KSF 2020a) oraz Narodowego Banku Polskiego (NBP 2020a), zwiększa istotnie ryzyko nadmiernego ograniczenia dostępności kredytu dla podmiotów ze sfery realnej (*credit crunch*), co może z kolei zagrażać stabilności systemu finansowego oraz hamować powrót gospodarki na ścieżkę wzrostu.

Przedmiotem niniejszego raportu jest analiza zjawiska *credit crunch* w gospodarce oraz ryzyka jego wystąpienia i możliwych konsekwencji dla systemu finansowego oraz sfery realnej gospodarki polskiej.

Zjawisko *credit crunch* zostało zdefiniowane w latach 60. ubiegłego wieku jako ograniczenie rozmiarów kredytu w gospodarce spowodowane czynnikami podażowymi (podaż kredytu) lub popytowymi (popyt na kredyt). W trakcie ostatnich kilkudziesięciu lat definicja *credit crunch* ulegała przekształceniom wraz ze zmianami zjawisk, które opisuje. W kolejnych latach pojęcie to zaczęto stosować do opisu kryzysu w sektorze finansowym, powiązanego z kryzysem sfery realnej gospodarki. W ostateczności pojęcie *credit crunch* i pojęcie kryzysu finansowego używane są zazwyczaj zamiennie.

Przyjmując tę konwencję, tzn. traktowania tych pojęć jako tożsamy, mamy również świadomość, że w szczegółach kryzysy finansowe mogą różnić się istotnie. Zgodnie z koncepcją H. Minsky'ego kryzys finansowy w gospodarce ma charakter endogeniczny, tzn. powstaje w wyniku działania tkwiących w niej sił. Należy jednak podkreślić, że kryzys wywołany epidemią koronawirusa ma nieco inny, specyficzny charakter. Przede wszystkim jego specyfika polega na tym, że został on wywołany czynnikami leżącymi poza gospodarką. Nie oznacza to jednak, że podzielamy pogląd ekonomii klasycznej (nowej ekonomii klasycznej), według której w gospodarce



działa naturalny mechanizm przywracający równowagę, zaś przypadki naruszenia tej równowagi zawsze są spowodowane czynnikami o charakterze egzogenicznym, głównie działalnością państwa, które swoimi decyzjami zakłóca funkcjonowanie skutecznego mechanizmu rynkowego, wytrącając gospodarkę ze stanu równowagi. To podejście ma istotne znaczenie z punktu widzenia działań mających na celu likwidowanie skutków kryzysu. W myśl poglądów nowej ekonomii klasycznej zasadniczo nie powinno się podejmować działań mających na celu ograniczanie skutków kryzysu

oraz pobudzanie gospodarki w celu odzyskiwania jej zdolności rozwojowych. Zwłaszcza ingerencja państwa może, w myśl tych poglądów, przynieść negatywne skutki, gdyż zniekształca funkcjonowanie mechanizmu rynkowego. My stoimy na odmiennym stanowisku. Naszym zdaniem, warunkiem skutecznego wychodzenia z kryzysu jest aktywna działalność państwa w różnych sferach życia gospodarczego i społecznego, oczywiście przy założeniu, że jest ona prowadzona w sposób przejrzysty oraz z zachowaniem wysokich standardów zarządzania publicznego.

Istota *credit-crunch*



Termin *credit crunch* został po raz pierwszy użyty w 1966 roku przez dwóch ekonomistów, zatrudnionych w Salomon Brothers (Sidney Homer i Henry Kaufman), na określenie sytuacji, jaka wystąpiła w gospodarce amerykańskiej, kiedy Fed zapoczątkował bardziej restrykcyjną politykę pieniężną w celu ograniczenia popytu konsumpcyjnego, jako narzędzia przeciwdziałania inflacji. Działania Fed, mające na celu zmniejszenie podaży pieniądza, zostały wzmocnione przez umożliwienie niebankowym instytucjom finansowym wzrostu krótkoterminowych stóp procentowych ponad poziom wynikający z tzw. Regulacji Q, która nakładała ograniczenia na poziom oprocentowania depozytów bankowych. W rezultacie, w związku z wyższą efektywnością lokat pozabankowych, deponenci zaczęli wycofywać depozyty z banków w poszukiwaniu bardziej efektywnych lokat, co w konsekwencji spowodowało erozję bazy depozytowej banków i zmniejszyło ich możliwości udzielania kredytów przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym. Sytuacja ta została określona przez wspomnianych ekonomistów, jako tzw. *credit crunch*. Ponieważ Fed nie wyraził zgody na podniesienie stóp oprocentowania depozytów bankowych, w związku z czym „gorsza” pozycja banków w pozyskiwaniu źródeł refinansowania akcji kredytowej trwała aż do lat 80., kiedy to limity oprocentowania depozytów bankowych zostały zniesione, co spowodowało zwiększenie konkurencyjności banków względem pozostałych instytucji sektora finansowego.

Pomijając tę, w pewnym sensie pierwotną definicję *credit crunch*, warto podkreślić, że w kolejnych latach pojawiło się wiele opracowań, których autorzy starali się zdefiniować pojęcie *credit crunch*. Opracowanie definicji, która zyskałaby miano powszechnie obowiązującej jest jednak niezmiernie trudne ze względu na dynamiczny charakter zjawisk, które opisuje. Pierwotnie, jak podkreślano wyżej, pojęcia *credit crunch* używano do opisu sytuacji odpływu z sektora bankowego depozytów ze względu na wyższe oprocentowanie lokat w innych segmentach rynku finansowego. Ponieważ stopy procentowe w bankach były regulowane, wzrost stóp procentowych w innych segmentach rynku powodował ucieczkę depozytów z banków, co w warunkach istniejących wówczas rozwiązań instytucjonalnych, powodowało konieczność ograniczenia akcji kredytowej. W literaturze sytuacja ta określona została mianem *disintermediation*, czyli spadku depozytów bankowych jako formy lokowania oszczędności, a w konsekwencji – do ograniczenia możliwości udzielania kredytów przez system bankowy, co w ostateczności prowadziło do zmniejszenia udziału sektora bankowego w pośrednictwie finansowym (transferowaniu funduszy pieniężnych od oszczędzających do kredytobiorców). W okresie tym został zapoczątkowany proces tworzenia

tzw. *shadow banks*, czyli instytucji oferujących usługi podobne do usług bankowych, ale nie podlegających nadzorowi bankowemu. Niekorzystna pozycja konkurencyjna sektora bankowego na rynku oszczędności została częściowo zlikwidowana w latach 80. ubiegłego wieku, kiedy limity oprocentowania depozytów bankowych zostały zniesione. Trzeba jednak zauważyć, że w międzyczasie rozwinął się wspomniany wcześniej *shadow banking*, którego warunki działania były nadal korzystniejsze, gdyż nie podlegał regulacjom bankowym. Brak nadzoru nad potężnymi instytucjami finansowymi wprowadza dodatkowe elementy niestabilności do sektora finansowego, przyczyniając się do zwiększenia jego podatności na różnego rodzaju wstrząsy. Ostatni kryzys bankowy został w znacznej części spowodowany działaniami *shadow banks*.

Wracając jednak do pierwotnej definicji, należy podkreślić, że nie wystarcza ona do pełnego zdefiniowania złożonego zjawiska polegającego na powstawaniu napięć na rynku kredytu bankowego, które prowadziły do ograniczenia dopływu kredytu do gospodarki, do wyodrębnionych jej części (gałęzi) lub też do wybranych regionów kraju (np. poszczególnych stanów w USA). Ze względu na ten złożony charakter omawianego zjawiska czy procesu, poszczególni autorzy różnią się istotnie w jego opisie i definicjach. W rezultacie można stwierdzić, że dziś trudno jest mówić o definicji, która byłaby powszechnie akceptowana, gdyż samo zjawisko ulega takim przekształceniom, że wcześniejsze definicje nie opisują właściwie współczesnej rzeczywistości.

Ben Bernanke i Cara Lown (1991) definiują pojęcie ***credit crunch* jako spadek podaży kredytu, który jest wyższy niż należałoby oczekiwać na danym etapie cyklu koniunkturalnego**. W warunkach recesji rozmiary kredytu w gospodarce spadają – jeżeli jednak spadek ten jest wyższy, niż wynikałoby to z danej fazy cyklu koniunkturalnego, to wtedy, zdaniem cytowanych autorów, sytuację taką można określić mianem *credit crunch*. Jak piszą Bernanke i Lown, spadek kredytu może mieć zarówno charakter popytowy, jak i podażowy. W warunkach osłabienia gospodarczego (recesji) następuje „pogorszenie bilansów przedsiębiorstw”, czyli inaczej mówiąc, wzrasta ich zadłużenie do poziomu, który rodzi obawy o ich zdolność do spłaty zadłużenia, co równocześnie ogranicza ich zainteresowanie zaciąganiem nowych kredytów. Podmioty gospodarujące w takiej sytuacji podejmują działania mające na celu zmniejszenie zadłużenia do poziomu umożliwiającego jego obsługę, czyli, jak mówi się w żargonie finansowym, dążą do poprawy bilansów. Z drugiej strony, w tej sytuacji również banki mogą zmniejszać zainteresowanie udzielaniem nowych kredytów z oba-

wy przed pogarszającą się zdolnością kredytową kredytobiorców. Ponadto, w warunkach recesji, w bilansach banków rośnie udział kredytów nieregularnych lub kredytów niespłacalnych, w związku z czym rosną odpisy na rezerwy na niespłacane kredyty oraz straty z tytułu niespłaconych kredytów, co może prowadzić do uszczuplenia bazy kapitałowej, a tym samym do ograniczenia zdolności do udzielania kredytów przez poszczególne banki lub przez cały sektor bankowy dla sektora niefinansowego. Zjawisko to określane jest mianem *capital crunch*.

Inne definicje nawiązują do mikroekonomicznego pojęcia niedoboru. Jeżeli na danym rynku występuje niedobór jakichś dóbr, to wtedy mamy do czynienia z racjonowaniem tego dobra, w tym przypadku kredytu. W normalnych warunkach na rynku następuje dostosowanie podaży i popytu za pomocą ceny. Jeżeli mechanizm cenowy nie działa sprawnie, to wtedy racjonowanie dokonywane jest za pomocą narzędzi niecenowych. Owens i Schreft (1995) **określają pojęciem credit crunch sytuację gwałtownego zwiększenia niecenowego racjonowania kredytu**. Niecenowe racjonowanie kredytu może mieć różne formy. Należą do nich: wprowadzanie limitów stóp procentowych, limitów kredytowych, zmuszanie przez regulatorów banków do ograniczania rozmiarów kredytu, w szczególności, gdy pojawiają się niebezpieczne zjawiska w wybranym segmencie rynku (np. kredytu hipotecznego), wprowadzanie przez banki ograniczeń akcji kredytowej itp. Ponieważ jednak autorzy nie odwołują się do rozmiarów kredytu, toteż ich definicja jest w pewnym sensie nieokreślona – *credit crunch* może wystąpić w warunkach ograniczonej podaży kredytu, jak i wtedy, gdy ogólne rozmiary podaży kredytu nie zmniejszają się.

Omówione powyżej przykładowe definicje *credit crunch* mają jedną istotną wadę, która uniemożliwia ich przyjęcie jako definicji powszechnie akceptowanych – są one tworzone na potrzeby prowadzonych badań, których cele, hipotezy i metody różnią się, co wpływa także na sposób zdefiniowania omawianego pojęcia. **Brak powszechnie akceptowanej definicji credit crunch utrudnia dyskusję o zjawisku, gdyż nawet opracowania, które w tytule mają credit crunch są poświęcone różnym problemom.**

Z tego też powodu, w celu uzyskania pewnej zgodności, konieczne jest oparcie się na odpowiednich podstawach teoretycznych, które pozwoliłyby uzgodnić podstawowe kwestie. Przedstawione wyżej definicje były raczej tworzone ad hoc, dla opisu konkretnej sytuacji analizowanej w opracowaniach poświęconych temu problemowi. Naszym zdaniem, jedną z najbar-

dzie obiecujących koncepcji kryzysów finansowych, która może być również wykorzystywana dla opisu *credit crunch*, jest stworzona przez H. Minsky'ego, hipoteza „destabilizującej stabilizacji”, która chociaż przez wiele lat nie cieszyła się zainteresowaniem ekonomistów głównego nurtu, uzyskała jednak w trakcie globalnego kryzysu dużą popularność – ponad 10 lat po śmierci autora. Koncepcja ta została spopularyzowana przez Charlesa Whalena, a pojęcie tzw. Minsky Moment weszło do terminologii używanej przez uczestników rynków finansowych do opisu sytuacji, w której wybuch kryzysu finansowego jest nieunikniony ze względu na wcześniej nagromadzone nierównowagi. Wyrazem tych nierównowag są: nadmierne ceny aktywów, niemające uzasadnienia w czynnikach fundamentalnych, wzrost udziału długu w pasywach przedsiębiorstw i banków, wzrost udziału niespłacanych kredytów w bankach itp. Ograniczenie rozmiarów kredytu jest nieuniknionym skutkiem takiej sytuacji, a właściwie koniecznością, jeżeli celem jest zlikwidowanie nierównowag powstałych we wcześniejszych fazach cyklu koniunkturalnego. Oczywiście nie każdy kryzys prowadzi do tak dramatycznych skutków, jak światowy kryzys finansowy z drugiej połowy pierwszej dekady tego wieku, ale mechanizm powstawania kryzysu jest podobny.

H. Minsky sformułował swoją hipotezę niestabilności finansowej, opierając się na teorii J. M. Keynesa, który w odróżnieniu od klasycznego poglądu A. Smitha zakładał, że w gospodarce działają endogeniczne procesy wytrącające ją ze stanu równowagi, powodując powstawanie cykli koniunkturalnych. Załamania koniunktury w gospodarce rynkowej nie są przypadkami nadzwyczajnymi, powodowanymi czynnikami o charakterze egzogenicznym (np. interwencją państw), wręcz przeciwnie – są immanentną cechą tej gospodarki.

H. Minsky odrzucił jedno z podstawowych założeń nowej ekonomii klasycznej, a mianowicie hipotezę efektywnego rynku. Jego hipoteza niestabilności finansowej (FIH – Financial Instability Hypothesis) zakłada, że w gospodarce kapitalistycznej w okresie dobrej koniunktury gospodarczej narastają zjawiska negatywne, które w konsekwencji prowadzą do załamania sektora finansowego oraz kryzysu sfery realnej gospodarki (spadek PKB, wzrost bezrobocia). Znajduje to odzwierciedlenie w ewolucji systemu finansowego gospodarki, który w okresie dobrej koniunktury gospodarczej wykazuje tendencję do wzrostu poziomu zadłużenia podmiotów gospodarujących, zagrażającego głębokim kryzysem finansowym, jeżeli nie zostanie w odpowiednim czasie zatrzymany. Zatrzymanie kumulowania się

negatywnych zjawisk w gospodarce jest możliwe tylko w drodze interwencji państwa, najczęściej za pomocą interwencji banku centralnego.

Według H. Minsky'ego gospodarka w okresie dobrej koniunktury gospodarczej przechodzi przez trzy etapy, charakteryzujące się wzrastającym poziomem zadłużenia podmiotów gospodarujących. Pierwszy, który H. Minsky nazywa „hedged finance”, jest początkowym etapem całego procesu, w którym podmioty gospodarujące prowadzą konserwatywną politykę finansową umożliwiającą im obsługę zaciąganych kredytów – zarówno spłaty odsetek, jak i rat kapitałowych. Drugi, nazywany etapem spekulacyjnym (*speculative finance*), polega na wzroście zadłużenia do takiego poziomu, przy którym podmioty gospodarujące są w stanie spłacać odsetki od zadłużenia, natomiast muszą rolować spłaty rat kapitałowych. Wreszcie w trzecim etapie, określanym przez H. Minsky'ego, jako „Ponzi finance”, dłużnicy nie są w stanie spłacać ani rat kapitałowych, ani odsetek i muszą zaciągać kolejne długi na spłatę wcześniej zaciągniętych. Takimi dłużnikami mogą być np. gospodarstwa domowe, które w okresie boomu na rynku mieszkaniowym zaciągają kredyty zabezpieczone hipoteką posiadanego domu lub mieszkania, którego cena wzrasta, umożliwiając zaciąganie dodatkowych kredytów. Spadek rynkowych cen mieszkań z reguły prowadzi do niemożności wywiązywania się takich gospodarstw z należnych spłat odsetek oraz rat kapitałowych, co może prowadzić do poważnych zaburzeń na rynku mieszkaniowym, rynku kredytu mieszkaniowego czy szerzej – w całej gospodarce.

Istotnym elementem całego procesu są różnego rodzaju innowacje w cyklu udzielania kredytu, które dodatkowo dynamizują go. Bankierzy oraz inni pośrednicy finansowi, których H. Minsky określa mianem „handlarzy długiem”, starają się wprowadzać innowacje, zarówno, jeżeli chodzi o sposób sprzedawania aktywów finansowych (instrumentów finansowych), jak i pozyskiwania środków służących finansowaniu prowadzonej działalności. Innowacje te dynamizują proces wzrostu różnych segmentów rynku finansowego, wywołując wśród uczestników rynku wrażenie, że nowe instrumenty i metody inwestowania zapewniają nieograniczone możliwości osiągania zysków. Takie innowacje finansowe towarzyszyły większości głębokich załamań finansowych, jakie wystąpiły w gospodarce USA od początku poprzedniego wieku. Np. w okresie przed Wielkim Kryzysem z początku poprzedniego wieku taką innowacją finansową były fundusze inwestycyjne, natomiast w trakcie ostatniego światowego kryzysu finansowego taką rolę pełniły wyemitowane instrumenty pochodne oparte na kredytach hipotecz-

nych amerykańskich gospodarstw domowych. Kryzys strefy euro wynikał z kolei z nadmiernego zadłużenia sektora finansów publicznych niektórych państw należących do wspólnego obszaru walutowego, opartego na przeświadczeniu, że kraje członkowskie strefy euro nie są narażone na ryzyko niewypłacalności.

Według H. Minsky'ego, taka ekspansja finansowa może trwać wiele lat, jednakże wcześniej czy później przychodzi moment (moment Minsky'ego), w którym wychodzą na powierzchnię nieprawidłowości, które gromadziły się przez wiele lat, i następuje upadek nadmiernie zadłużonych przedsiębiorstw oraz silniejsze lub słabsze załamanie sektora finansowego. Konsekwencją jest ograniczenie rozmiarów kredytu w gospodarce, czyli analizowany w tym opracowaniu *credit crunch*. W tej szerszej perspektywie systemowej *credit crunch* zyskuje bardziej uniwersalne znaczenie – jest synonimem kryzysu finansowego.

Uwzględniając powyższe rozważania, **mianem *credit crunch* można określić sytuację niepożądanego ograniczenia akcji kredytowej banków i dostępności kredytów dla podmiotów gospodarujących, spowodowaną czynnikami leżącymi po stronie podaży kredytu albo po stronie popytu na kredyt, na skutek pogorszenia sytuacji finansowej kredytodawców lub kredytobiorców.**

Oprócz pojęcia *credit crunch* w literaturze oraz przez praktyków używane są podobne pojęcia: *liquidity crunch* oraz *capital crunch*. Naszym zdaniem, relacja między tymi pojęciami jest następująca:

- ▶ *liquidity crunch* jest pojęciem, które opisuje pierwszą fazę *credit crunch*, w której ze względu np. na panikę wśród uczestników rynku następuje załamanie rynku płynności w gospodarce, przede wszystkim krótkoterminowego rynku międzybankowego,
- ▶ *capital crunch* określa z kolei taką formę *credit crunch*, który jest spowodowany niedoborami kapitałowymi banków z powodu ich obniżenia w wyniku poniesionych strat lub zmian wymogów nadzorczych (współczynników kapitałowych).

Ta skrócowa charakterystyka hipotezy niestabilności finansowej pokazuje zasadniczy mechanizm, który prowadzi do zapaści na rynku kredytowym. Nie pokazuje natomiast szczegółowych przyczyn, które prowadzą do takiej zapaści. Te szczegółowe przyczyny mogą być różne w zależności od konkretnych uwarunkowań, w których wybuchają kryzysy finansowe. Przedmiotem kolejnego rozdziału opracowania są szczegółowe przyczyny występowania *credit crunch*.



Przyczyny *credit crunch*



Przyczyny prowadzące do załamania na rynku kredytowym leżą, jak wspomniano wcześniej, bądź to po stronie podaży kredytu, bądź też po stronie popytu na kredyt. Np. załamanie rynku kredytowego może być spowodowane ograniczeniami podaży kredytu przez sektor bankowy wynikającej z jego erozji kapitałowej, która – przy danym poziomie współczynników adekwatności kapitałowej – może zmuszać banki do ograniczenia rozmiarów akcji kredytowej. W praktyce jednak najczęściej czynniki o charakterze popytowym i podażowym działają na zasadzie sprzężenia zwrotnego i wzajemnie wzmacniają się. Np. erozja bazy kapitałowej banków, określana także jako *capital crunch*, powstaje najczęściej w wyniku niespłacenia przez kredytobiorców części zaciągniętych kredytów. W tej sytuacji **nie tylko będziemy mieli do czynienia ze stratami banków, uszczupleniem ich bazy kapitałowej oraz zmniejszeniem możliwości udzielenia kredytów, ale także ze spadkiem zainteresowania wysoko zadłużonych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych zaciąganiem nowych kredytów**. Będą one starały się zmniejszyć poziom zadłużenia, którego nie są w stanie regularnie obsługiwać.

Dla celów dalszych rozważań przyjmujemy, że załamanie rynku kredytowego może mieć charakter popytowy lub podażowy, bądź też może się kształtować pod wpływem obydwu tych czynników działających równocześnie. Jednocześnie zakładamy, że zarówno popyt na kredyt, jak i podaż kredytu kształtują się pod wpływem różnorodnych czynników. Czynniki te można podzielić na cztery grupy:

- ▶ Pierwszą grupę stanowią czynniki wynikające z sytuacji ekonomiczno-finansowej kredytobiorcy, które ograniczają jego zdolność do zaciągania kredytów.
- ▶ Drugą grupę stanowią czynniki wynikające z sytuacji finansowej banków, która może ograniczać zdolność do udzielania przez nie kredytów.
- ▶ Trzecią grupę stanowią czynniki wynikające z decyzji lub sugestii inspektorów nadzoru bankowego podejmowanych w trakcie przeprowadzanych w bankach kontroli.
- ▶ Czwartą grupę stanowią czynniki wynikające z decyzji banków (ich kierownictwa), które z określonych względów podejmują zmiany polityki kredytowej (zaostrożenie kryteriów oceny zdolności kredytowej, ograniczenie kredytów dla wybranych branż gospodarki itp.).

Jak wynika z przeprowadzonych wyżej rozważań, w różnych fazach cyklu koniunkturalnego podmioty gospodarujące (przedsiębiorstwa sfery realnej, przedsiębiorstwa sektora finansowego oraz gospodarstwa domowe) wykazują skłonność do nadmiernego zadłużania się. Jeżeli poziom zadłużenia powoduje trudności z jego obsługą, a w konsekwencji może prowadzić do bankructwa zadłużonego podmiotu, to taki podmiot (podmioty) będzie wykazywał skłonność do redukcji zadłużenia poprzez spłatę zaciągniętych kredytów i innych zobowiązań oraz powstrzymywania się od zaciągania nowych zobowiązań. Najczęściej warunkiem skutecznego zmniejszenia długu jest sprzedaż aktywów posiadanych przez zadłużone podmioty. Szczególnie niekorzystna (niebezpieczna) sytuacja ma miejsce wtedy, gdy w końcowej fazie cyklu koniunkturalnego ceny aktywów znajdują się na bardzo wysokim, niemającym ekonomicznego uzasadnienia poziomie. Gwałtowny spadek cen masowo wyprzedawanych aktywów (rzeczowych i finansowych) prowadzi do dalszego pogorszenia pozycji finansowej zadłużonych podmiotów, co w istocie rzeczy może uniemożliwić im skuteczne oddłużenie, a w konsekwencji prowadzić do bankructwa i całkowitego zaprzestania obsługi zaciągniętych zobowiązań.

Z klasyczną sytuacją tego typu mieliśmy do czynienia w trakcie ostatniego światowego kryzysu finansowego, kiedy na skutek podniesienia stóp procentowych przez amerykański bank centralny, nadmiernie zadłużone gospodarstwa domowe nie były w stanie obsługiwać kredytów hipotecznych zaciągniętych na zakup domów i mieszkań, co spowodowało reakcję łańcuchową na rynkach finansowych, doprowadzając do bankructwa wiele instytucji finansowych zaangażowanych w obrót kredytami hipotecznymi oraz instrumentami pochodnymi, wyemitowanymi w oparciu o kredyty hipoteczne amerykańskich gospodarstw domowych.

Omawiany kryzys charakteryzował się tym, że podstawowe nieprawidłowości, które doprowadziły do jego wybuchu, zostały wygenerowane w sektorze finansowym. Nie jest to jednak jedyny możliwy przypadek. Przyczyną o charakterze pierwotnym załamania na rynku kredytowym może być kryzys sfery realnej gospodarki, który przejawia się spadkiem PKB i wzrostem bezrobocia. Gospodarstwa domowe pozbawione dochodów z pracy oraz przedsiębiorstwa przeżywające spadek przychodów ze sprzedaży, również mogą nie być w stanie regularnie obsługiwać zaciągniętych kredytów hipotecznych i innych zobowiązań, co może zmusić je do wyprzedaży posiadanych aktywów w celu uregulowania zaległej kwoty zacią-



gniętego kredytu. Z reguły w takich przypadkach ceny wyprzedawanych aktywów spadają, co pogarsza sytuację finansową podmiotów posiadających te aktywa oraz banków i innych instytucji finansowych, które udzieliły kredytu tym podmiotom. W tych warunkach występują niedobory płynności na rynku (*liquidity crunch*), co może być poważnym zaburzeniem, prowadzącym także do niewypłacalności zarówno kredytobiorców, jak i kredytodawców. Pierwszym widocznym symptomem ostatniego światowego kryzysu finansowego było załamanie rynku międzybankowego, pełniącego funkcję głównego mechanizmu regulowania płynności w sektorze finansowym. Towarzyszący temu załamaniu spadek cen różnych rodzajów aktywów doprowadził także do niewypłacalności wielu instytucji finansowych, w tym także instytucji o znaczeniu systemowym (np. Lehman Brothers). Wraz z postępującym kryzysem sfery realnej doprowadziło to do ograniczenia rozmiarów kredytu, zarówno od strony popytu, jak i od strony jego podaży.

Warto jednak podkreślić, że zwykła recesja nie powinna spowodować głębokiego załamania rynku kredytowego. W ramach cyklu koniunkturalnego podaż kredytu oraz popyt na kredyt zmieniają się. W spadkowej części cyklu koniunkturalnego zmniejsza się zapotrzebowanie podmiotów gospodarujących na kredyt i równocześnie spada skłonność banków do udzielania kredytu ze względu na rosnące ryzyko kredytobiorców. W fazie wzrostowej cyklu sytuacja ulega odwróceniu – zarówno skłonność do zaciągania kredytów, jak i ich udzielania wzrasta, m.in. z powodu spadku (w ocenie kredytodawców) ryzyka niewypłacalności dłużników w warunkach dobrej koniunktury gospodarczej.

Inną przyczyną zmniejszania rozmiarów akcji kredytowej jest ograniczona zdolność do udzielania kredytów przez sektor finansowy (bankowy) ze względu na brak odpowiedniej bazy kapitałowej sektora bankowego (*capital crunch*). Obniżenie tej bazy na skutek strat poniesionych w związku z prowadzoną działalnością, zwłaszcza w warunkach zaburzeń w sferze realnej gospodarki i sektorze finansowym, powoduje również konieczność ograniczenia rozmiarów akcji kredytowej, jeżeli bank nie posiada odpowiednich rezerw kapitałowych, umożliwiających absorpcję poniesionych strat. Podobny skutek przynosi zwiększenie wymagań kapitałowych, gdyż przy danym poziomie posiadanych kapitałów rozmiary akcji kredytowej muszą się zmniejszyć. Niedobory kapitału mogą być szczególnie uciążliwe w okresie wychodzenia z recesji, kiedy wzrastający poziom aktywności gospodarczej wymaga także zwiększenia zasilania finansowego (kredytowego) podmiotów gospodarujących.

Tymczasem straty poniesione w trakcie recesji przyczyniły się do zmniejszenia bazy kapitałowej banków, co wpływa negatywnie na ich zdolność do udzielania kredytów.

Podczas gdy straty poniesione przez banki obniżają posiadane przez nie zasoby kapitałowe, to konieczność restrukturyzacji oraz sanowania upadających banków wymaga zwiększenia tych zasobów. Upadające banki posiadają z reguły ujemne kapitały, dlatego też banki przejmujące całość lub część ich portfela muszą posiadać odpowiednie zasoby kapitałowe, aby sprostać zwiększonym limitom zapotrzebowania na kapitał, wynikającego ze zwiększonej wartości portfela kredytów. Stabilizacja sytuacji w sektorze bankowym wymaga zatem sprawnego systemu sanacji lub likwidacji upadających banków. Najczęściej konieczne są rozwiązania dotyczące całego sektora oraz oparte na wsparciu władz publicznych.

Niektórzy autorzy zwracają także uwagę, że przejęcie całości lub części portfela kredytowego upadającego banku powoduje negatywne konsekwencje w postaci utraty informacji dotyczącej historii (wiarogodności) kredytowej przejmowanych klientów. Pociąga to za sobą dodatkowe koszty związane z koniecznością pozyskiwania informacji na temat przejętych klientów lub też może rodzić negatywne skutki wynikające z błędnej oceny zdolności kredytowej tych klientów i prowadzić do udzielania kredytów obarczonych zbyt wysokim ryzykiem, albo nieudzielenia kredytu, mimo że obiektywnie rzecz biorąc, ryzyko mieściło się w dopuszczalnych granicach.

Ograniczenie podaży kredytu może także wynikać ze zmian w polityce kredytowej banków, które z różnych względów mogą być mniej skłonne do udzielania kredytów kredytobiorcom, nawet tym posiadającym zdolność kredytową. Taka postawa banków może wynikać z dążenia do poprawy struktury posiadanego portfela kredytów z punktu widzenia poziomu jego ryzyka, które zwiększyło się w końcowej fazie cyklu koniunkturalnego lub też z dążenia do poprawy sektorowej struktury portfela (zwiększenie udziału sektorów uważanych za obciążone mniejszym ryzykiem). W tej sytuacji banki narzucają sobie ostrzejsze kryteria oceny zdolności kredytowej potencjalnych kredytobiorców, ograniczając tym samym podaż kredytu dla przedsiębiorstw, instytucji i gospodarstw domowych. Co warto podkreślić, w tej sytuacji mamy do czynienia, z omawianym wcześniej, tzw. niecenowym racjonowaniem kredytu, które przez część ekonomistów traktowane jest właśnie jako *credit crunch*.

Kolejnym czynnikiem, który może powodować spadek aktywności kredytowej banków jest nadmierna reakcja nadzoru nad rynkiem. Nadzór bankowy ma możliwość oddziaływania na decyzje kredytowe banków nie tylko za pośrednictwem regulacji, np. dotyczących wymagań kapitałowych, ale także za pomocą działań podejmowanych w trakcie przeprowadzanych kontroli. Podejmowane przez inspektorów nadzoru decyzje lub sugerowane działania mogą istotnie wpływać na działalność kredytową banków. Wprawdzie działania te na ogół nie prowadzą samodzielnie do powstania *credit crunch*, ale mogą istotnie utrudniać sytuację na rynku kredytowym w okresie wychodzenia z recesji, w którym intensyfikacja działalności kredytowej jest konieczna dla odzyskania zdolności rozwojowych gospodarki.

Osobną grupę czynników, które mogą powodować głębokie kryzysy rynku kredytowego stanowią te związane z sytuacją makroekonomiczną, zwłaszcza brakiem równowagi sektora finansów publicznych oraz równowagi zewnętrznej gospodarki. Bardzo często czynniki te są ściśle ze sobą związane – nierównowaga sektora finansów publicznych pociąga za sobą nierównowagę w stosunkach gospodarczych z zagranicą (zadłużenie zagraniczne). Czynnikiem uruchamiającym w tych warunkach *credit crunch* może być gwałtowne osłabienie kursu walutowego, prowadzące do trudności ze spłatą zadłużenia zagranicznego sektora finansów publicznych, bankructw przedsiębiorstw prywatnych zadłużonych w walutach obcych oraz upadłości banków, które nabyły obligacje skarbowe lub udzieliły kredytu, zwłaszcza w walutach obcych, przedsiębiorstwom prywatnym oraz gospodarstwu domowemu. Tego typu ryzyka występują w szczególności w przypadku krajów rozwijających się, które według Mishkina (1999) charakteryzują się z reguły tym, że:

- a) wysoki jest udział kapitału zagranicznego w finansowaniu potrzeb gospodarki (inwestycji prywatnych i deficytu sektora finansów publicznych),
- b) wysoki jest udział zadłużenia denominowanego w walutach obcych,
- c) dług prywatny, głównie z powodu wyższej inflacji, ma w większym stopniu, niż w krajach rozwiniętych, charakter krótkoterminowy.

Szczególnie pierwsza i trzecia z wymienionych cech mają istotne znaczenie z punktu widzenia podatności tych gospodarek na wystąpienie kryzysu bankowego lub też, inaczej mówiąc, *credit crunch*.

Napływ kapitału zagranicznego do krajów rozwijających się stanowi z jednej strony szansę na przyspieszenie wzrostu ich gospodarek i zmniejszenia różnic w poziomie rozwoju w porównaniu z krajami rozwiniętymi, ale z drugiej strony rodzi niebezpieczeństwo wystąpienia kryzysu walutowego w wyniku nieprawidłowości występujących w poszczególnych krajach (np. zbyt wysoki deficyt sektora finansów publicznych finansowanych napływem kapitału zagranicznego, nadmierny napływ kapitału zagranicznego powodujący wzrost cen różnego rodzaju aktywów rzeczowych i finansowych) lub też w wyniku ogólnego pogorszenia klimatu inwestycyjnego w krajach rozwijających się ze względu na recesję w gospodarce światowej lub głębszy kryzys systemowy.

Banki, które udzielają kredytów w walutach obcych (denominowanych w walutach obcych), formalnie rzecz biorąc, powinny posiadać zobowiązania w tych walutach lub przynajmniej być zabezpieczone przed ryzykiem walutowym za pomocą dostępnych instrumentów. Jeżeli nawet banki są zabezpieczone na wypadek osłabienia kursu waluty krajowej (zarówno aktywa, jak i pasywa są denominowane w walutach obcych), to nie znaczy to, że system bankowy nie jest podatny na kryzys walutowy. W warunkach istotnego osłabienia waluty krajowej wartość zobowiązań wyrażona w niej wzrasta, podczas gdy wartość aktywów wyrażona w tej walucie nie ulega zmianie, co powoduje spadek kapitałów własnych przedsiębiorstw. Ma to podobny skutek jak pogorszenie jakości bilansu przedsiębiorstw z tytułu spadku wartości posiadanych aktywów, np. nieruchomości czy aktywów finansowych, co powoduje spadek wartości kapitałów własnych, a nawet całkowitą ich utratę. Zagrożone bankructwem przedsiębiorstwa starają się poprawić strukturę bilansu (zmniejszyć stopień zadłużenia), sprzedając część posiadanych aktywów oraz spłacając zadłużenie, także z tytułu zaciągniętych kredytów. W tych warunkach przedsiębiorstwa nie tylko nie zaciągają nowych kredytów, ale starają się zmniejszyć wartość istniejącego zadłużenia, co powoduje spadek ogólnej wartości kredytu w gospodarce.

Kryzysy walutowe z reguły prowadzą do radykalnego pogorszenia jakości portfela kredytowego banków, pociągając za sobą związane z tym straty oraz radykalne ograniczenie ich zdolności do udzielania kredytów. W tej sytuacji banki nie tylko stają się bardziej ostrożne, ale w ogóle nie są zdolne do udzielania nowych kredytów, a wręcz przeciwnie – muszą istotnie ograniczyć rozmiary akcji kredytowej.



Międzynarodowe przykłady *credit crunch*





W tym fragmencie raportu omówimy kilka charakterystycznych kryzysów finansowych, jakie miały miejsce w gospodarce światowej w trakcie ostatnich kilkadziesięciu lat. Różniły się one przyczynami, które doprowadziły do ich powstania, przebiegiem oraz skutkami ekonomicznymi i społecznymi. Cechą wspólną tych kryzysów jest załamanie na różnych etapach rynku kredytowego, czyli szeroko rozumiany *credit crunch*.

Do analizy wybraliśmy kilka przypadków dotyczących zarówno krajów rozwijających się, w których kryzysy rozpoczynają się na ogół od kryzysu walutowego oraz kryzysu finansowego z pierwszej dekady tego wieku, który został wygenerowany w systemie finansowym najbardziej rozwiniętego kraju świata. Warto jednak podkreślić, że kryzysy te powstawały według mechanizmu opisanego przez H. Minsky'ego. W każdym z tych przypadków najpierw mamy do czynienia z fazą wzrastającej koniunktury oraz rosnącego optymizmu, zaciągane są kredyty prowadzące do nadmiernego zadłużenia, rosną ceny aktywów, a następnie następuje pęknięcie bańki spekulacyjnej. Co warto podkreślić, kryzys nie jest spowodowany jednorazowymi zdarzeniami, takimi jak upadek Lehman Brothers czy osłabienie waluty któregoś z krajów rozwijających się. To te wydarzenia są skutkiem kryzysu, który narasta w gospodarkach krajów nim dotkniętych przez wiele lat.

3.1. Kryzys meksykański (*Tequila crisis*)

Ameryka Południowa jest tym regionem świata, w którym różnego rodzaju kryzysy wybuchały najczęściej i dotyczą niemal wszystkich krajów znajdujących się w tym regionie. Wśród państw Ameryki Południowej, które wielokrotnie doświadczyły kryzysów, Meksyk jest krajem, przedstawianym jako przykład wręcz „modelowy”.

W trakcie ostatnich 60. lat gospodarka meksykańska przechodziła różne koleje losu. W latach 1960–1981 rozwijała się relatywnie szybko, osiągając w tym okresie przeciętne roczne tempo wzrostu PKB 6,8% rocznie. Z punktu widzenia tempa wzrostu gospodarczego rok 1982 stanowi punkt zwrotny w historii Meksyku – od tego roku tempo wzrostu PKB wyraźnie spadło. W latach 1982–2019 przeciętne roczne tempo wzrostu PKB spadło do 2,2% rocznie. To osłabienie tempa wzrostu PKB jest rezultatem dwóch kryzysów, jakie gospodarka meksykańska przeszła w latach 80. i 90. ubiegłego wieku.

Do roku 1971 gospodarka meksykańska rozwijała się nie tylko szybko, ale również w sposób zrów-

noważony. Deficyt pierwotny sektora publicznego nie przekraczał 1% PKB, deficyt na rachunku obrotów bieżących również był niewielki. Sytuacja ta uległa zmianie w latach 70. ubiegłego wieku, kiedy w Meksyku odkryto duże złoża ropy naftowej, co spowodowało zmianę polityki ekonomicznej państwa na bardziej ekspansywną; udział sektora finansów publicznych w PKB, głównie z powodu rozszerzenia programów socjalnych, zwiększył się z około 30 do 40% PKB. Równocześnie wzrósł deficyt pierwotny sektora budżetowego do 8% PKB, finansowanego kredytami zagranicznymi oraz dochodami z emisji pieniądza. Innym niepokojącym zjawiskiem w meksykańskiej gospodarce był wzrost inflacji. Pomiędzy rokiem 1973 a 1981 inflacja wzrosła z 4,6% do ponad 25%. W roku 1982 inflacja wzrosła do ponad 60%, osiągając maksimum w roku 1987 (142,8%). Istotnie wzrósł także deficyt na rachunku obrotów bieżących, osiągając ponad 5% PKB w roku 1980 i ponad 6% PKB w roku 1981.

Tym negatywnym zjawiskom wewnętrznym towarzyszyły także niekorzystne zjawiska zewnętrzne. W roku 1982 amerykański bank centralny, zacieśniając politykę pieniężną, podniósł stopy procentowe, co spowodowało spadek względnej opłacalności inwestowania w meksykańskie papiery wartościowe. Przeciętne stopy procentowe w USA wzrosły pomiędzy czerwcem 1980 roku i czerwcem 1981 roku z 7,1% do 14,7%. Wzrost stóp procentowych w USA spowodował nie tylko wzrost kosztu oprocentowania meksykańskiego długu, ale również spadek zainteresowania zakupem meksykańskich papierów wartościowych oraz odpływ kapitału zagranicznego z tego kraju. Kulminacyjnym punktem kryzysu była dewaluacja meksykańskiej waluty. Przeprowadzona czterokrotnie w roku 1982 dewaluacja spowodowała wzrost kursu dolara o 210%. Pod koniec roku 1982 zadłużenie zagraniczne Meksyku osiągnęło wartość 84 mld USD, z czego 68,4% stanowił dług publiczny, 21,8% dług sektora prywatnego (bez banków), natomiast 9,7% dług banków, a relacja długu zagranicznego do PKB wzrosła z 20,1% w roku 1981 do 57,6% w roku 1982. W tych warunkach rząd Meksyku nie był w stanie spłacać zadłużenia zagranicznego, ogłaszając częściowe zawieszenie jego spłat (zawieszono spłaty rat kapitałowych). **Najważniejszymi czynnikami, które pogorszyły sytuację fiskalną oraz bilans płatniczy Meksyku były: podwyżka stóp procentowych w USA oraz spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych.**

W kolejnych latach rząd Meksyku podjął działania mające na celu stabilizację gospodarki. Przede wszystkim dotyczyły one deficytu sektora publicz-

nego oraz inflacji. Od 1983 roku deficyt pierwotny osiągał wartości dodatnie i niemal w całym okresie do roku 1994 zamykał się nadwyżkami. Poprawiała się także równowaga zewnętrzna gospodarki – deficyt na rachunku obrotów bieżących, który w latach poprzedzających załamanie był ujemny, od 1983 roku zaczął wykazywać istotne nadwyżki, co spowodowało także spadek relacji zadłużenia zagranicznego do PKB. Spadała również inflacja, która w roku wybuchu kolejnego kryzysu (1994) wynosiła 8,5%. Na przełomie lat 80. i 90. ubiegłego wieku podjęte zostały ważne reformy instytucjonalne. W roku 1993 bank centralny Meksyku uzyskał niezależność oraz mandat do kontrolowania inflacji, jako głównego celu. Podjęto także działania mające na celu prywatyzację gospodarki oraz liberalizację obrotów handlowych i kapitałowych z zagranicą. W roku 1989 Meksyk rozpoczął negocjacje z wierzycielami zagranicznymi w sprawie uregulowania długów z poprzedniego kryzysu, które zakończyły się porozumieniem, w ramach tzw. Planu Brady'ego. Porozumienie to pozwoliło wrócić Meksykowi na międzynarodowe rynki finansowe, co pierwotnie przynosiło pozytywne skutki, jednak w kolejnych latach spowodowało nadmierny napływ kapitału zagranicznego, realną aprecjację kursu walutowego oraz ponowny wzrost zadłużenia zagranicznego.

Kolejny kryzys, jak w większości kryzysów w krajach rozwijających się, miał swoje źródło w nadmiernym napływie kapitału zagranicznego. Wraz z rosnącym napływem kapitału zagranicznego, rosnać zaczęło zadłużenie zagraniczne – bilans rachunku obrotów bieżących, który w latach 1983–1987 wykazywał nadwyżki sięgające niemal 8% (w 1983 roku) stał się ponownie ujemny. W latach 1989–1994 średni roczny deficyt na rachunku obrotów bieżących wynosił 6,1% PKB, a zadłużenie zagraniczne kraju znowu zaczęło rosnać.

Wraz z wzrastającym napływem kapitału zagranicznego zaczęła się silna ekspansja kredytowa. Udział kredytu w PKB, który spadł z około 35% PKB na początku lat 80. do 22,1% w roku 1988, zaczął gwałtownie rosnać, osiągając na początku 1995 roku 51,1%. W drugiej połowie 1995 roku rozpoczął się długookresowy trend spadkowy, który trwał do początku roku 2002. W tym czasie omawiany wskaźnik spadł do 23,2%, a więc do poziomu notowanego w 1988 roku. Od 2002 roku udział kredytu dla prywatnego sektora niefinansowego zaczął rosnać i od 2015 roku waha się w granicach 42–43%. Na wykresie 1 zilustrowano kształtowanie się omawianej relacji w latach 1980–2000. Wyraźnie widać, że po dwóch kryzysach, które dotknęły gospodarkę meksykańską

w latach 80. i 90, nastąpiło wyraźne ograniczenie rozmiarów kredytu dla sektora niefinansowego – poziom omawianego wskaźnika jest nadal niższy, niż był przed kryzysem.

Endogenicznym czynnikiem, który uruchomił proces destabilizacji gospodarki, było zabójstwo w marcu 1994 roku kandydata na prezydenta Luisa Donaldo Colosio, co spowodowało gwałtowne pogorszenie na arenie międzynarodowej atmosfery wokół Meksyku oraz masowy odpływ nie tylko kapitału zagranicznego, ale także krajowego, stwarzając silną presję na kurs meksykańskiej waluty, co zmusiło władze Meksyku do odejścia od stosowanego reżimu kursowego (kurs stały z wyznaczonym pasmem wahań), co spowodowało jego głęboką deprecjację. Chcąc przeciwdziałać negatywnym skutkom odpływu kapitału zagranicznego dla sektora publicznego, rząd Meksyku wyemitował w roku 1994 duże ilości krótkoterminowego długu w formie obligacji denominowanych w USD, ale płatnych w walucie krajowej. Ich wartość przekroczyła wartość zwykłych obligacji krótkoterminowych wyemitowanych w walucie krajowej. Obligacje te odegrały istotną rolę w generowaniu kryzysu w roku 1994.

Pod koniec 1994 roku oraz na początku roku 1995 rząd Meksyku miał trudności z rolowaniem długu zaciągniętego za pomocą wspomnianych wyżej obligacji denominowanych w dolarach. W tych warunkach konieczna stała się dewaluacja krajowej waluty, która została przeprowadzona w grudniu 1994 roku, a wraz z tym gospodarka meksykańska weszła w głęboki kryzys ekonomiczny i finansowy – rozpoczął się gwałtowny odpływ kapitału zagranicznego oraz spadek wartości udzielonych kredytów, co uwiaryściło na wykresie 1. W roku 1996 PKB Meksyku spadł o 6,3%, jednakże w kolejnych latach zaczął ponownie szybko rosnać. Skumulowany przyrost PKB Meksyku w latach 1995–1998 wyniósł 12%.

Podsumowując te rozważania, możemy stwierdzić, że wydarzenia, jakie miały miejsce w Meksyku w latach 80. i 90. ubiegłego wieku stanowią klasyczny przykład mechanizmu opisywanego przez H. Minsky'ego. W związku z otwarciem gospodarki pod koniec lat 80. rozpoczął się silny napływ kapitału zagranicznego, który spowodował nieuzasadniony wzrost cen aktywów, który wraz z ustaniem tego napływu załamał się, powodując głębokie koszty ekonomiczne i społeczne. Według szacunków, udział niespłaconych kredytów wyniósł około 30%, a koszty naprawy sektora bankowego finansowane ze środków publicznych wyniosły 19,3% PKB. W odróżnieniu od kryzysów w gospodarkach rozwi-



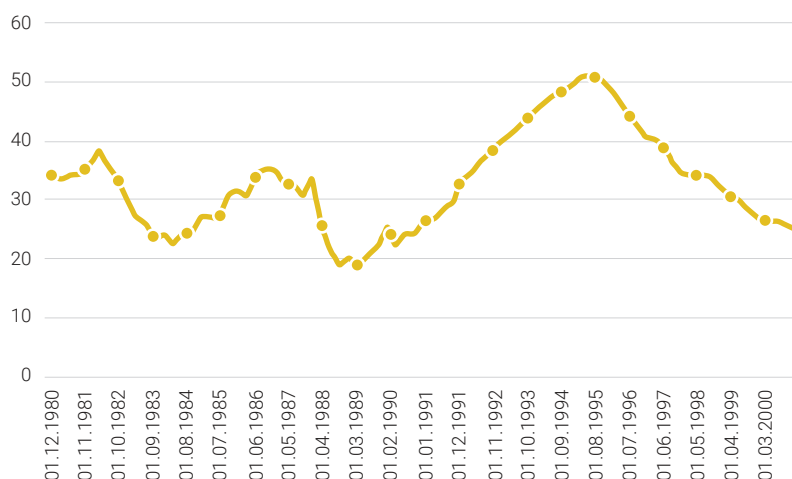
niętych, w których przyczyny mają charakter endogeniczny, w Meksyku, tak jak i w innych krajach rozwijających się, czynniki doprowadzające do kryzysu mają charakter zewnętrzny i łączą się z dużym napływem kapitału zagranicznego i gwałtownym jego odpływem w następnych okresach.

Powyższe rozważania zakończymy ilustracją przedstawiającą dane dotyczące łącznego kredytu dla prywatnego sektora niefinansowego w Meksyku oraz dane dotyczące kredytu bankowego dla tego sektora zilustrowane na wykresach 1 i 2.

W analizowanym okresie Meksyk przeszedł dwa poważne kryzysy finansowe. **W obu przypadkach**

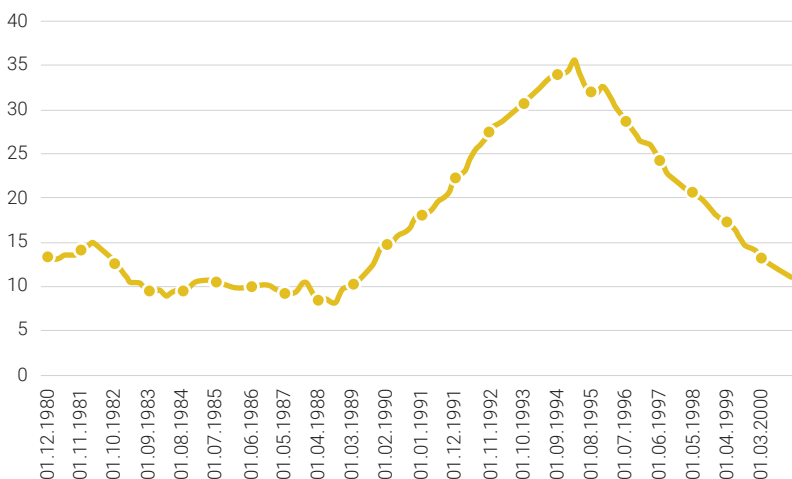
przyczyną była nadmierna ekspansja kredytowa, finansowana w znacznej mierze napływem kapitału zagranicznego, głównie krótkoterminowego. Napływ kapitału krótkoterminowego, aprecjacja realnego kursu walutowego, zadłużenie państwa w walutach obcych spowodowały trudności w obsłudze zadłużenia zagranicznego, które zmusiły rząd do odejścia od stałego kursu walutowego, a w ślad za tym do gwałtownej deprecjacji meksykańskiego peso, co pociągnęło za sobą problemy rządu, przedsiębiorstw oraz banków. Konsekwencją było drastyczne ograniczenie kredytu dla gospodarki. Relacja łącznego kredytu dla sektora prywatnego do PKB, jak też kredytu bankowego do końca 2019 roku nie powróciły do poziomów z początku kryzysu w roku 1995.

Wykres 1. Relacja kredytu dla prywatnego sektora niefinansowego w relacji do PKB w Meksyku w latach 1980–2000



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BIS.

Wykres 2. Relacja kredytu bankowego dla prywatnego sektora niefinansowego w Meksyku do PKB w latach 1980–2000 w %



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BIS.

3.2. Kryzys azjatycki

Drugim przykładem kryzysu, który łączył się z silnym ograniczeniem kredytu był kryzys w Azji Południowo-Wschodniej w latach 1997–1998, który obejmował Malezję, Tajlandię, Koreę Południową, Filipiny i Indonezję. Począwszy od połowy lat 80. ubiegłego wieku, kraje te stały się najszybciej rozwijającą się częścią świata, głównie za sprawą napływu kapitału zagranicznego, który w większej skali rozpoczął się w połowie lat 80. Kraje regionu przyciągały niemal połowę napływu inwestycji do krajów rozwijających się w tym okresie.

Mimo szybko rosnącej gospodarki, omawiane kraje podlegały także niekorzystnej ewolucji niektórych elementów sytuacji gospodarczej, głównie za sprawą szybko rosnącego napływu kapitału zagranicznego, a zwłaszcza niekorzystnej ewolucji jego struktury. We wszystkich krajach regionu istotnie zwiększył się udział kapitału krótkoterminowego w PKB. W latach 1990–1997 udział krótkoterminowego kapitału zagranicznego zwiększył się w Korei z 7% do 16%, w Tajlandii z 7% do 29%, w Indonezji z 11% do 17%, w Malezji z 4% do 17%, na Filipinach z 6% do 8%. Pogorszyła się także w tym samym okresie relacja kapitału krótkoterminowego do wartości rezerw zagranicznych: w Korei z 115% do 211%, w Tajlandii z 54% do 148%, w Malezji z 23% do 63%. Jeżeli relacja pomiędzy zobowiązaniami krótkoterminowymi a wartością rezerw jest większa od jedności, to w razie odmowy rolowania długu przez wierzycieli kraj traci część albo całość posiadanych rezerw, a w ostateczności może być zmuszony do ogłoszenia niewypłacalności.

Podkreślić także należy, że przez większą część omawianego okresu kraje regionu wykazywały wysokie ujemne saldo na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. Średnie roczne ujemne saldo wynosiło od około 1,5% w Korei Południowej do 6,2% w Tajlandii. Warto przy tym podkreślić, że państwa regionu są krajami o bardzo wysokim udziale oszczędności w PKB. W latach 1990–1997 średni udział oszczędności w PKB przekraczał 30%, poza Filipinami, gdzie wynosił 16,2%. Wysokie oszczędności wewnętrzne oraz napływ kapitału zagranicznego stwarzały presję na aprecjację kursu walutowego oraz wzrost cen aktywów. W latach 1990–1996 waluty czterech krajów z analizowanej grupy aprecjonowały (Indonezja, Malezja, Filipiny, Tajlandia) w granicach od 5% (Indonezja) do 16% (Filipiny). Jedynie kurs waluty koreańskiej osłabił się o około 10%.

Wzrastały także kursy akcji. Od 1991 roku do ostatniego szczytu przed kryzysem indeks giełdy koreań-

skiej wzrósł o 74%, indonezyjskiej o 89%, malezyjskiej o 155,5%, filipińskiej o 352,2%, a tajlandzkiej o 155,6%. Równie spektakularny był późniejszy spadek notowań. Podstawowe indeksy analizowanych giełd straciły od szczytu notowań do dna bessy od 53% do 76,2%. Szczególnie silne spadki odnotowały spółki z sektora nieruchomości. Np. sektorowy indeks nieruchomości na giełdzie indonezyjskiej stracił od szczytu notowań do marca 1999 roku 88,7%, indeks giełdy koreańskiej od szczytu do dna bessy 91,2%, malezyjskiej 86%, filipińskiej 72,5%, a tajlandzkiej 98%. Podobne tendencje dotyczyły indeksów sektora bankowego, które po spektakularnym wzroście przed kryzysem również zanotowały potężne spadki. Od przedkryzysowego szczytu notowań do kryzysowego dna bessy, który przypadał w poszczególnych krajach w różnych miesiącach 1998 roku, indeks sektora bankowego Indonezji stracił 82,4%, Korei 89,8%, Malezji 85,2%, Filipin 71,2%, natomiast Tajlandii 93,9%.

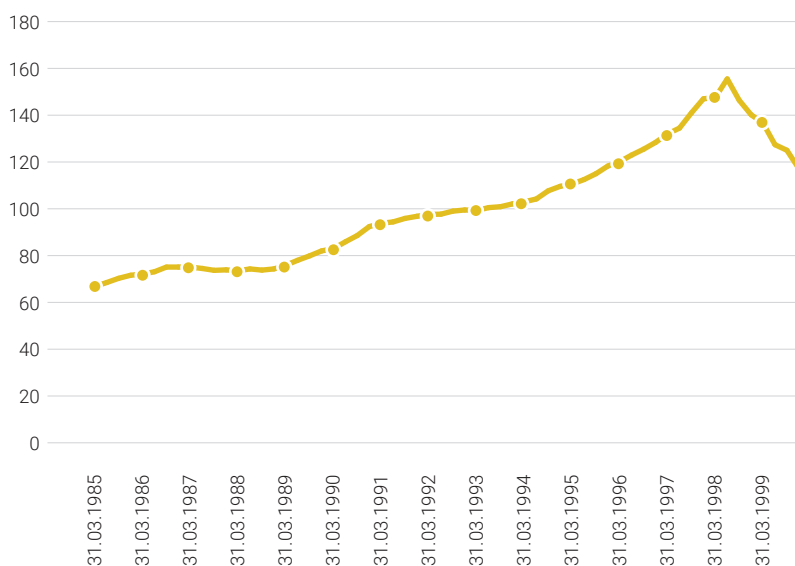
Te poważne wstrząsy, jakie miały miejsce w latach 1997–1998 w analizowanych krajach spowodowały głęboką zapaść sektorów bankowych. Według różnych szacunków w szczytowym okresie kryzysu bankowego udział niespłaconych kredytów w kredytach ogółem wahał się w Indonezji od 65% do 75%, w Korei od 30% do 40%, w Malezji od 25% do 35%, na Filipinach 20%, a w Tajlandii 33%.

Tym negatywnym zjawiskom z sektora finansowego towarzyszyło głębokie załamanie sfery realnej gospodarki. W szczycie kryzysu, w 1998 roku, PKB Indonezji spadł o 15,4%, Malezji o 12,7%, Korei o 10,6%, Tajlandii o 5,4%, natomiast na Filipinach o 0,8%. Jest zrozumiałe, że w tych warunkach musiało także nastąpić załamanie kredytu w gospodarkach analizowanych krajów. Ilustrację dynamiki kredytu w tych państwach przedstawiono na wykresach 3 i 4.

Na wykresie 3 przedstawiono dynamikę udziału kredytu (z wszystkich źródeł łącznie) średnio dla czterech krajów Azji Południowo-Wschodniej w latach 1985–1999. Jak wiadomo przyspieszony rozwój regionu rozpoczął się w połowie dekady lat 80. Wraz z przyspieszającym rozwojem nastąpiło wyraźne zwiększenie kredytu w gospodarkach analizowanych krajów. O ile na początku analizowanego okresu relacja łącznego kredytu do PKB wynosiła średnio 66,8% PKB, to w kolejnych latach zaczęła rosnąć, szczególnie przed wybuchem kryzysu. O ile w ciągu pierwszych 10 lat udział ten zwiększył się o 40,8 punktu procentowego, to na wzrost o podobnej wielkości (45,9 punktu procentowego) w drugiej części analizowanego okresu wystarczyło już 3,5 roku.



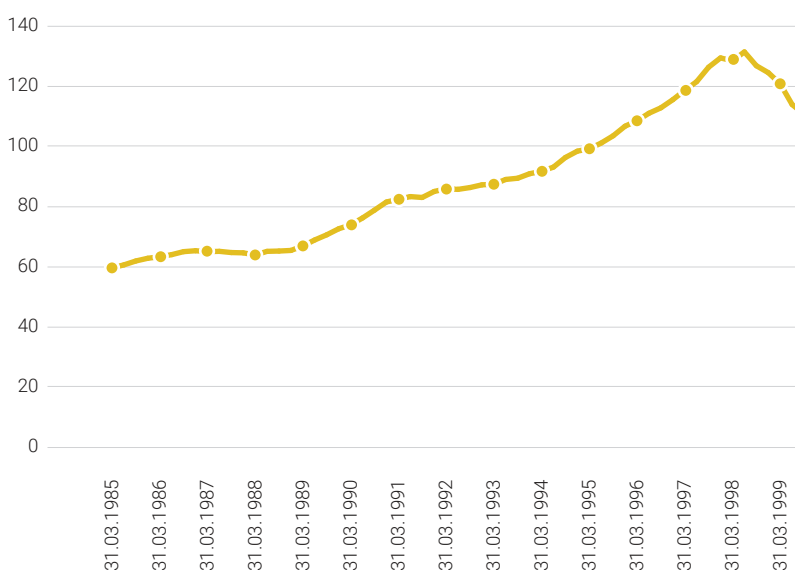
Wykres 3. Średni udział kredytu dla sektora niefinansowego w Indonezji, Korei Południowej, Malezji i Tajlandii w PKB w latach 1985–1999 w %*



*dla Filipin brak jest danych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BIS.

Wykres 4. Średni udział kredytu bankowego dla sektora niefinansowego w Indonezji, Korei Południowej, Malezji i Tajlandii w PKB w latach 1980–200 w %



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BIS.

Tendencje dotyczące kredytu bankowego dla sektora prywatnego kształtowały się podobnie, jak tendencje w zakresie łącznej kwoty kredytu. Od 1985 do 1995 roku udział kredytu bankowego dla prywatnego sektora niefinansowego zwiększył się o 38,8 punktu procentowego, a od 1995 do 1998 roku o 33 punkty procentowe.

Biorąc pod uwagę omawiane wcześniej wybrane aspekty sytuacji ekonomicznej analizowanych kra-

jów, wydaje się oczywiste, że w tych warunkach musiało nastąpić załamanie kredytu, którego poziom nie został odbudowany do dziś.

Załamanie w sektorze bankowym spowodowało wysokie koszty fiskalne. Według niektórych szacunków, koszty te w przypadku Indonezji wynosiły około 50% PKB, Korei 37%, Malezji 16,4%, Filipin 0,5%, natomiast Tajlandii 32,8%.

3.3 Światowy kryzys finansowy

Trzecim przykładem kryzysu, do którego chcemy nawiązać w tym fragmencie opracowania, jest światowy kryzys finansowy z drugiej połowy pierwszej dekady XXI wieku. Ten przypadek różni się od omawianych wcześniej. Przede wszystkim jest to kryzys, który został wygenerowany w kraju o wysokim poziomie rozwoju, w istocie jest to najważniejszy pod względem ekonomicznym kraj świata. O ile zatem wcześniej omawiane kryzysy były spowodowane częściowo czynnikami egzogenicznymi, o tyle ten ostatni jest kryzysem endogenicznym, wygenerowanym autonomicznie w USA. Literatura poświęcona temu kryzysowi jest liczna i nawet próba odniesienia się do najważniejszych ustaleń badaczy przekraczałaby ramy określone dla tego opracowania. Dlatego też odniesiemy się do najważniejszych aspektów tego kryzysu, nie podejmując dyskusji z teoriami i wynikami badań empirycznych, jakie zostały opublikowane na ten temat w ostatnich latach. Skupimy się natomiast na kwestiach, które dotyczą istoty mechanizmów, które doprowadziły do tego największego, od Wielkiego Kryzysu z poprzedniego wieku, załamania gospodarki światowej oraz kryzysu instytucjonalnego.

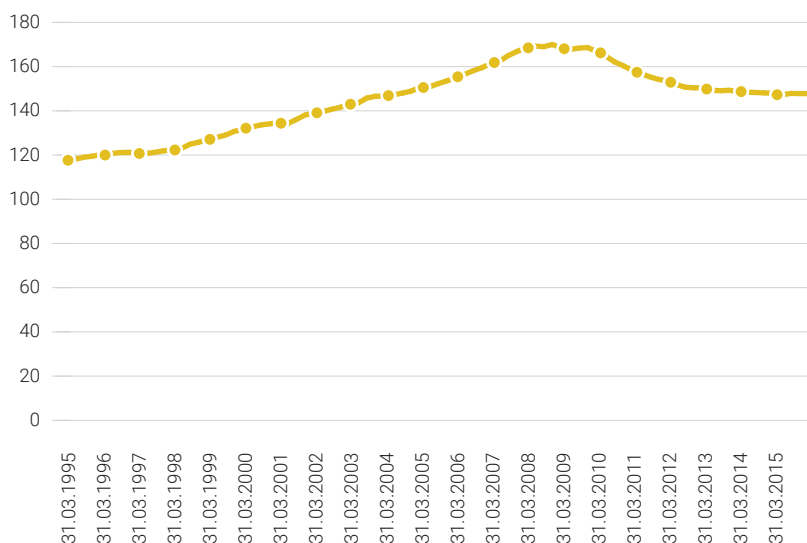
W tej analizie oprzemy się na teorii kryzysu opracowanego przez H. Minsky'ego. Jak już wspominaliśmy wcześniej, H. Minsky uważał, że gospodarka kapitalistyczna jest ze swej istoty podatna na występowanie kryzysów. Jego hipoteza niestabilności finansowej zakłada, że w okresie dobrej koniunktury w gospodarce występuje tendencja do nadmiernego optymizmu, która, wsparta innowacjami finansowymi, prowadzi do nadmiernego wzrostu cen aktywów niemającego uzasadnienia w ich wartości fundamentalnej. Towarzyszące temu procesowi nadmierne zadłużanie się podmiotów gospodarujących prowadzi w ostateczności do załamania cen aktywów i do wybuchu ogólnego kryzysu sektora finansowego, a w konsekwencji także realnego. **Czynnikiem, który uruchamia cały proces kryzysu, może być dowolne wydarzenie powodujące obawy o stabilność systemu.** Takim wydarzeniem w trakcie kryzysu *subprime* był upadek Lehman Brothers, który postawił na porządku dziennym pytanie o wypłacalność wielu czołowych instytucji finansowych świata. Ponieważ wiele z tych instytucji finansowało długoterminowe aktywa krótkoterminowymi pasywami, toteż w warunkach załamania zaufania na rynkach finansowych instytucje te straciły dostęp do źródeł finansowania, a w konsekwencji stanęły przed widmem bankructwa lub też przeję-

cia przez państwo lub prywatne podmioty, najczęściej jednak także z udziałem państwa.

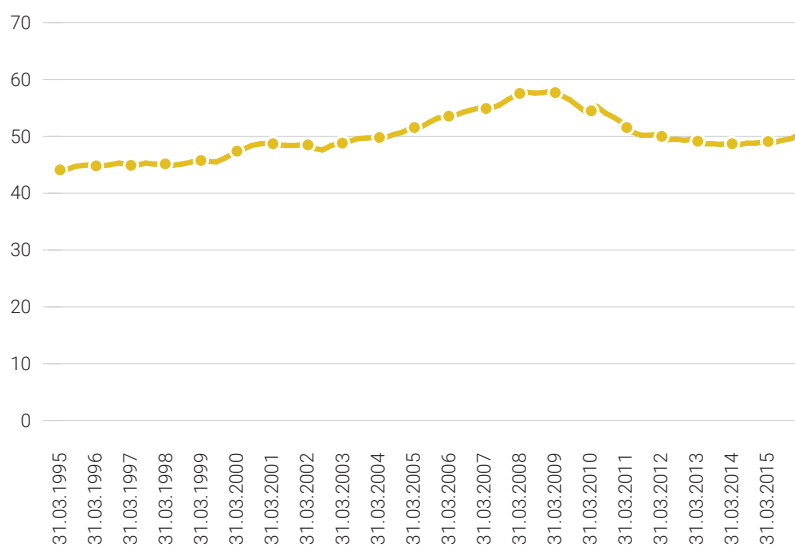
Lata 90. ubiegłego wieku oraz początek wieku XXI, pomijając konsekwencje pęknięcia banki internetowej, należały do jednych z najbardziej udanych okresów w gospodarce światowej w ostatnich kilkudziesięciu latach. Biorąc pod uwagę długi okres wysokiego wzrostu gospodarki światowej przy niskiej inflacji, wielu ekonomistów doszło do wniosku, że zasadnicze problemy polityki makroekonomicznej zostały rozwiązane na gruncie teoretycznym i praktycznym. Dla zarządzających gospodarką, według tych opinii, zostało tylko tzw. *fine tuning*, czyli subtelne dostrajanie gospodarki, głównie za pomocą narzędzi polityki monetarnej. Wydarzenia z drugiej połowy pierwszej dekady tego wieku brutalnie zweryfikowały ten pogląd. Okazało się, że zgodnie z teoriami H. Minsky'ego, gospodarka kapitalistyczna może być poddawana wstrząsom o niespotykanej wcześniej skali, a niestabilność jest jej immanentną cechą. Co więcej, zważywszy na bardzo długi okres dobrej koniunktury gospodarczej, opisywany przez H. Minsky'ego mechanizm narastania złych długów był szczególnie niebezpieczny, gdyż był efektem długotrwałego procesu, w trakcie którego nastąpiło szczególne skumulowanie tych długów.

W wyniku błędnej polityki monetarnej oraz wadliwych rozwiązań instytucjonalnych, głównie w sferze kredytu hipotecznego, nastąpiło gwałtowne załamanie, którego najbardziej widocznym objawem był kryzys rynku kredytów hipotecznych oraz instrumentów pochodnych wyemitowanych w oparciu o te kredyty. Rozwój instytucji tzw. *shadow banking*, które finansowały zakup długoterminowych aktywów (ABS, MBS, CDO) krótkoterminowymi źródłami finansowania, doprowadził do załamania, którego punktem kulminacyjnym był upadek Lehman Brothers. Używając popularnego określenia, rozpropagowanego w tym okresie wystąpił tzw. moment Minsky'ego.

Oczywiście upadek Lehman Brothers nie był przyczyną kryzysu – był raczej zapalnikiem, który uruchomił cały proces – proces upadku wielu instytucji finansowych oraz przedsiębiorstw sfery realnej, który wymagał interwencji ze strony rządów państw, które najsilniej odczuły skutki głębokiego załamania. Wśród wielu przyczyn złamania z roku 2008 i 2009 największe znaczenie miał nadmierny rozwój nie tylko kredytu hipotecznego na zakup nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych, ale także wiele innych segmentów rynku kredytowego gospodarki amerykańskiej. Ilustrację tych procesów przedstawiono na wykresach 5 i 6.

**Wykres 5.** Relacja kredytu dla prywatnego sektora niefinansowego w relacji do PKB w USA w latach 1995–2015

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BIS.

Wykres 5. Relacja kredytu bankowego dla prywatnego sektora niefinansowego w relacji do PKB w USA w latach 1995–2015

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BIS.

Na podstawie powyższych wykresów można stwierdzić, że dynamika kredytu dla sektora niefinansowego przed i po wybuchu kryzysu jest podobna. Przed kryzysem obserwujemy szybki wzrost kredytu, który po jego wybuchu mniej lub bardziej gwałtownie spada. Upływa wiele lat, zanim relacja kredytu do PKB powraca do poziomu sprzed kryzysu. Trzeba jednak stwierdzić, że dynamika wzrostu, jak i spadku kredytu przed i po kryzysie w USA była znacznie mniejsza niż w pozostałych, analizowanych wcześniej, krajach. Wynika to także ze specyfiki amerykańskiej gospodarki, w której istotną rolę odgrywają instytucje tzw. shadow banking, pomiędzy którymi zachodzą intensywne przepływy kapitałowe. Kredyt dla sektora niefinansowego nie obejmuje w pełni wszystkich prze-

pływów kapitałowych w gospodarce amerykańskiej. Jednak także i w tym przypadku obserwujemy szybki wzrost kredytu a następnie, po załamaniu, jego spadek. Tak więc i w tym przypadku możemy mówić o *credit crunch*.

3.4. Podobieństwa i różnice kryzysów *credit crunch*

Przeprowadzona w tym fragmencie raportu analiza umożliwia sformułowanie kilku wniosków o charakterze ogólnym. Analizowane przypadki pozwalają stwierdzić, że występują między nimi pewne podobieństwa, jak i istotne różnice.



Podstawowe podobieństwa dotyczą istoty i mechanizmu powstawania kryzysów finansowych (*credit crunch*). Naszym zdaniem, sformułowana przez H. Minsky'ego hipoteza niestabilności finansowej albo hipoteza destabilizującej stabilizacji dobrze opisuje mechanizm powstawania kryzysu w sektorze finansowym. **Przyczyny późniejszych zaburzeń powstają we wzrostowej fazie cyklu koniunkturalnego, kiedy uczestnicy życia gospodarczego wykazują optymizm i skłonność (nadmierną) do zaciągania kredytów oraz zakupu różnego rodzaju aktywów (finansowych i rzeczowych), oczekując dalszego wzrostu ich cen.** W tym względzie nie ma zasadniczych różnic pomiędzy analizowanymi przypadkami kryzysów. Zarówno w USA, Meksyku, jak i Azji Południowo-Wschodniej obserwowaliśmy nadmierny wzrost kredytu oraz wzrost cen aktywów rzeczowych i finansowych. Podobne było również to, że we wszystkich analizowanych przypadkach **banki i inne instytucje finansowe finansowały zakup długoterminowych aktywów (nieruchomości i długoterminowych aktywów finansowych) krótkoterminowym kredytem.** Załamanie cen tych aktywów z reguły prowadzi do załamania kredytu krótkoterminowego, co uniemożliwia zadłużonym podmiotom rolowanie krótkoterminowego długu, powoduje problemy z wypłacalnością oraz w rezultacie prowadzi do upadłości. Ograniczenie rozmiarów kredytowania gospodarki jest nieuniknionym skutkiem takiej sytuacji.

Różnice dotyczą natomiast bezpośrednich przyczyn, które spowodowały gromadzenie się nieprawidłowości w gospodarce oraz doprowadziły do wybuchu kryzysu. W przypadku USA te przyczyny wynikały z długookresowej koniunktury gospodarczej, tzw. Great Moderation, który trwał, z niewielkimi załamaniami, od początku lat 90. do wybuchu analizowanego kryzysu i charakteryzował się wysokim wzrostem gospodarczym, niskim bezrobociem oraz niską inflacją. Ta dobra sytuacja gospodarki amerykańskiej i światowej przyczyniła się do wzrostu optymizmu w społeczeństwie amerykańskim, podsycanego wypowiedziami ekonomistów uniwersyteckich oraz praktyków gospodarczych, którzy utwierdzali w przekonaniu, że dobra koniunktura gospodarcza będzie trwała w nieskończoność, zapewniając nieprzerwany wzrost cen aktywów rzeczowych i finansowych oraz zysków dla ich posiadaczy.

Dodatkowym czynnikiem, który wzmacniał hossę na rynkach finansowych, były innowacje finansowe, które zostały wprowadzone w okresie przed kryzysem. Zdaniem H. Minsky'ego, innowacje pełnią istotną rolę w procesie narastania baniek spekulacyjnych – dają inwestorom złudzenie, że wynalezione zosta-

ły nowe sposoby zarabiania pieniędzy, które zapewnią niespotykane wcześniej zyski bez ponoszenia przy tym ryzyka. Jak wspomniano wcześniej, rolę tę spełniały przede wszystkim instrumenty pochodne wyemitowane w oparciu o kredyty hipoteczne gospodarstw domowych. Trzeba tu jednak dodać, że w latach 90. ubiegłego wieku oraz na początku tego wieku takich innowacji było znacznie więcej (CDS, instrumenty oparte o zmienność, różne złożone instrumenty pochodne). Te nowe instrumenty dodatkowo utwierdzały w przekonaniu, że postęp naukowy przyczynił się do podniesienia na wyższy poziom sposobów inwestowania, które stwarzają inwestorom nieograniczone możliwości pomnażania kapitału.

Istotną rolę, najpierw w pobudzaniu rynkowej koniunktury, jak też i w późniejszym załamaniu, odegrała polityka pieniężna prowadzona na początku wieku. Najpierw Fed obniżył stopy procentowe, wzmagając popyt na kredyty hipoteczne, a następnie podniósł je, powodując niewypłacalność wielu kredytobiorców, załamanie rynku kredytu hipotecznego oraz rynku instrumentów pochodnych wyemitowanych w oparciu o kredyty hipoteczne. W warunkach zupełnego załamania rynku kredytu krótkoterminowego (*liquidity crunch*) oraz niewypłacalności instytucji, które nie były w stanie rolować zadłużenia krótkoterminowego, reakcja władz amerykańskich nie była jednoznaczna. Wiele instytucji finansowych zostało uratowanych bezpośrednio przez władze publiczne (Fannie Mae, Freddie Mac, AIG) lub z udziałem władz publicznych (Bear Stearns,), część z nich jednak zbankrutowała co, zwłaszcza w przypadku Lehman Brothers, miało uświadomić, że nie wszystkie niewypłacalne instytucje będą ratowane, aby uniknąć tzw. *moral hazard*.

Główną przyczyną narastania zjawisk kryzysowych w Meksyku oraz w krajach Azji Południowo-Wschodniej był nadmierny napływ kapitału zagranicznego, aprecjacja walut tych państw, nadmierny wzrost kredytu, nieuzasadniony czynnikami fundamentalnymi wzrost cen aktywów rzeczowych i finansowych oraz wzrost udziału kredytu krótkoterminowego w bilansach banków, innych instytucji finansowych i przedsiębiorstw. Używając popularnego określenia, w krajach Azji Południowo-Wschodniej w gospodarkach tych państw, a w sektorze finansowym w szczególności, powstała sytuacja, którą w USA nazwano momentem Minsky'ego. Deprecjacja kursów walut tych krajów spełniła podobną rolę jak podniesienie stóp procentowych w USA, była zapalnikiem uruchamiającym załamanie sektora finansowego i sfery realnej ich gospodarek.



Działania umożliwiające uniknięcie *credit crunch*



Jak już wcześniej wspomniano, *credit crunch* jest zjawiskiem rodzącym szereg negatywnych konsekwencji dla gospodarki oraz mogącym stanowić zagrożenie dla stabilności systemu finansowego. Z tego też powodu zadaniem władz publicznych jest zarówno wdrożenie odpowiednich rozwiązań systemowych zapobiegających możliwości jego wystąpienia (poprzez bieżące niwelowanie powstających nierównowag), a w przypadku wydarzeń szokowych – podjęcie doraźnych działań zaradczych, ograniczających jego krótko- i długoterminowe skutki oraz czas trwania. Zakres i rodzaj tych działań powinien być dostosowany do modelu i poziomu rozwoju gospodarki oraz powinien służyć zapewnieniu jej wystarczających środków do finansowania bieżących oraz przyszłych potrzeb stabilizacyjnych i rozwojowych. W zależności od przyczyn powstawania potencjalnych lub faktycznych ograniczeń działalności kredytowej banków, działania te mogą lub powinny być podejmowane w ramach dostępnych instrumentów polityki monetarnej oraz fiskalnej, a także z wykorzystaniem rozwiązań regulacyjno-nadzorczych (w tym makro- i mikroostrożnościowych) i instytucjonalnych.

4.1. Obszar polityki monetarnej

Polityka monetarna jest jednym z podstawowych narzędzi oddziaływania na sferę realną i finansową, umożliwiającym uniknięcie *credit crunch*. W okresie poprzedzającym *credit crunch* odpowiednie zastosowanie dostępnych narzędzi polityki monetarnej powinno zawczasu ograniczać nierównowagi wynikające z nadmiernej ekspansji kredytowej, ograniczać nieuzasadniony wzrost cen aktywów finansowych i niefinansowych, stabilizować kurs walutowy, a także powinno sprzyjać kreowaniu bazy oszczędności krajowych na poziomie makro- i mikroekonomicznym, stanowiącej naturalny bufor zabezpieczający na okres recesyjny. Z kolei w przypadku zaistnienia sytuacji kryzysowej wywołanej zdarzeniem nagłym, działania doraźne ukierunkowane muszą być przede wszystkim na zapewnienie stabilności systemu finansowego oraz wsparcie płynnościowe dla sektora finansowego oraz podmiotów publicznych i prywatnych z innych sektorów. Dopuszczalne w tym względzie są zarówno instrumenty standardowe (stopy procentowe, stopa rezerwy obowiązkowej), jak i niekonwencjonalne (skup aktywów).

Osiągnięcie tych celów nie jest w praktyce zadaniem prostym, gdyż wymaga zarówno właściwego timingu decyzji władz monetarnych, odpowiedniej siły i zakresu reakcji (np. obniżki stóp procentowych czy dewaluacji kursu walutowego), doboru adekwatnych na-

rzędzi dostosowanych do bieżącej sytuacji i potrzeb gospodarki, a nade wszystko – przejrzystości prowadzonych działań, w tym poprzez systematyczne komunikowanie o nich (np. w formule *forward guidance*) pozostałym uczestnikom procesów gospodarczych.

Jak pokazują doświadczenia dotychczasowych kryzysów gospodarczych i finansowych, najlepsze efekty w zapobieganiu, jak i eliminowaniu skutków kryzysów gospodarczych, w tym kredytowych, przynosi **ściśła koordynacja działań z zakresu polityki monetarnej z działaniami realizowanymi w ramach polityki fiskalnej**. Co ważne, w systemach finansowych, w których polityka monetarna jest na mocy uwarunkowań formalnych (np. konstytucyjnych) niezależna, koordynacja obu polityk musi odbywać się w duchu poszanowania tej niezależności oraz przy wyeliminowaniu ryzyka politycznego, ujawniającego się w uleganiu bieżącym wpływom politycznym i często niestety doraźnym interesom władz wykonawczych, szczególnie nasilającym się w okresach kryzysowych. Ponadto, w uzasadnionych przypadkach, pożądaną i dobrą praktyką mogłoby też być przeprowadzanie szerokich konsultacji planowanych rozwiązań z podmiotami, których te zmiany w największym stopniu bezpośrednio dotyczą.

4.2. Obszar polityki fiskalnej

O ile działania antykryzysowe władz monetarnych skoncentrowane są głównie na utrzymaniu stabilności systemu finansowego i wartości pieniądza krajowego oraz zapewnieniu odpowiedniej płynności finansowej podmiotom sektora finansowego, a przez to podmiotom sfery realnej, o tyle działania podejmowane w ramach szeroko rozumianej polityki fiskalnej, poza zaspokajaniem popytu państwa na pieniądź, mają głównie służyć utrzymywaniu lub przywróceniu równowagi społeczno-gospodarczej, przeciwdziałaniu bezrobociu, stymulowaniu procesów gospodarczych i rozwojowych (w tym inwestycji, wymiany handlowej, badań naukowych itp.) czy też realizacji zweryfikowanych pozytywnie pod kątem efektywności ekonomicznej i społecznej programów inwestycji publicznych prowadzonych na poziomie ogólnokrajowym oraz lokalnym.

Polityka fiskalna pełni zatem istotną rolę w zapobieganiu narastaniu krótko- i długoterminowych nierównowag w gospodarce, które zgodnie z koncepcją Minsky'ego po przekroczeniu pewnej wielkości krytycznej mogą przyczynić się do powstania *credit crunch*.

Jednym z głównych obszarów kreowania ryzyka *credit crunch* jest obszar długu publicznego. Jak



wskazują Greenlaw et al. (2013), zaawansowane gospodarki z długiem publicznym przekraczającym 80% PKB i utrzymującymi się deficytami na rachunku obrotów bieżących są bardziej podatne na nagłe pogorszenie się sytuacji budżetowej. Nadmierny poziom zadłużenia instytucji sektora publicznego jest szczególnie niebezpieczny w sytuacji znacznego udziału kapitału zagranicznego w strukturze długu. Nagły odpływ tego kapitału (np. w wyniku pogorszenia sytuacji finansowej kraju czy spadku jego wiarygodności na arenie międzynarodowej) może skutkować głęboką deprecjacją waluty krajowej i w ten sposób zagrażać stabilności systemu finansowego i podmiotów sfery realnej. Skokowy wzrost obciążeń finansowych gospodarstw domowych lub przedsiębiorstw posiadających zobowiązania (np. kredyty bankowe) w walutach obcych lub denominowane w walutach obcych może w takiej sytuacji znacząco ograniczyć ich zdolność do obsługi zadłużenia, a tym samym zwiększyć obciążenia wyników finansowych banków kosztami tworzenia rezerw celowych oraz odpisów aktualizujących należności związane z tymi ekspozycjami kredytowymi i w konsekwencji ograniczać potencjał banków do kreowania podaży kredytów. Naturalnym sposobem zapobiegania powstaniu potencjalnej spirali niewypłacalności w wyniku niekorzystnych zmian kursu walutowego jest promowanie zadłużenia w walucie krajowej, zabezpieczanie ekspozycji walutowych przed ryzykiem niekorzystnych zmian kursów walutowych lub też ograniczanie zakresu wymienialności waluty krajowej. Na poziomie makroekonomicznym, ostrożne podejście do zarządzania długiem może być pomocne w utrzymaniu stabilności finansowej sektora publicznego, a tym samym zapewniać ochronę na wypadek nagłych wstrząsów (Missale 2012).

Wzrost zapotrzebowania ze strony państwa na środki pieniężne jest w głównej mierze zaspokajany poprzez emisję skarbowych papierów wartościowych lub w drodze zwiększenia obciążeń fiskalnych. Zarówno w pierwszym, jak i w drugim przypadku, mogą one w określonych warunkach, po przekroczeniu pewnego progu, zwiększać ryzyko wystąpienia *credit crunch*. Zakup skarbowych papierów wartościowych, a więc instrumentów o zerowej wadze ryzyka przy obliczaniu niezbędnego kapitału regulacyjnego, stanowi dla banków atrakcyjny sposób zwiększania sumy bilansowej i generowania przychodów. Jego atrakcyjność, zwłaszcza w okresach podwyższonej niepewności, może w naturalny sposób obniżyć zainteresowanie banków rozszerzeniem działalności kredytowej, która obarczona jest wyższym ryzykiem i wymaga większego zaangażowania kapitału. Stan ten może się jeszcze pogłębiać w sytuacji, gdy w danej jurysdykcji podatkowej obowiązują rozwiązania fi-

skalne w formie podatku naliczanego od wielkości aktywów bankowych, w szczególności, gdy obligacje skarbowe nie są wliczane do podstawy opodatkowania, jak ma to miejsce np. w Polsce. **W takim przypadku dług publiczny może skutecznie wypierać dług prywatny, przyczyniając się do ograniczenia podaży kredytu.** Dodatkowo, w wyniku nałożonych na sektor bankowy branżowych obciążeń fiskalnych zmniejszeniu ulega też ich zdolność do wzmocnienia bazy kapitałowej, a przez to potencjał do finansowania operacji aktywnych. Pewnym remedium na ten stan rzeczy może być **ograniczenie wielkości tych obciążeń, zwłaszcza w okresach kryzysowych lub zmiana konstrukcji podatku bankowego na rozwiązanie uzależniające jego wysokość nie od wielkości akcji kredytowej, lecz jej dochodowości.**

Problemem o szczególnym znaczeniu z punktu widzenia oceny potencjalnych ryzyk generowanych w obszarze długu publicznego jest także przejrzystość, kompletność i dostępność informacji na temat jego skali i struktury. Zaciemnienie obrazu faktycznego poziomu długu publicznego poprzez przesuwanie części wydatków publicznych poza system objęty oficjalną sprawozdawczością należy uznać nie tylko za praktykę naganną, co również niebezpieczną, bo mogącą ukrywać lub generować nierównowagi, które mogą w konsekwencji przeobrazić się w impuls wywołujący sytuację kryzysową. **Przyjęcie zatem rozwiązań systemowych umożliwiających wiarygodną ocenę całkowitego poziomu długu publicznego, a tym samym jego społeczną kontrolę, jest niewątpliwie jednym z kluczowych elementów mogących zapobiegać sytuacjom kryzysowym, a także pewnym standardem świadczącym o poziomie rozwoju kraju i kultury politycznej władz fiskalnych.**

4.3. Obszar regulacyjno-nadzorczy

Ważną rolę w zapobieganiu wystąpienia zjawiska *credit crunch* odgrywają rozwiązania prawne i instytucjonalne w obszarze regulacyjno-nadzorczym, w szczególności te z zakresu polityki makro- i mikroostrożnościowej. Znaczenie obu polityk wzrosło istotnie po światowym kryzysie finansowym *subprime*, a ich realizacja przybrała bardziej sformalizowany kształt i zorganizowaną formułę działania.

Istotą polityki makroostrożnościowej jest zarówno działalność prewencyjna, służąca zapewnieniu stabilności systemu finansowego oraz ograniczeniu ryzyka systemowego, jak i działalność doraźna realizowana w trybie zarządzania kryzysowego w okresie zaburzeń w funkcjonowaniu systemu finansowego

i gospodarki narodowej. Zestaw instrumentów makroostrożnościowych jest szeroki, dzięki czemu istnieje możliwość oddziaływania zarówno na sferę aktywności kredytowej banków, ich płynność, poziom kapitałów, a także na strukturę rynku i przebieg cykli koniunkturalnych. W praktyce granica między działaniami makro- i mikroostrożnościowymi nie jest ostra, stąd trudność w ich precyzyjnym rozgraniczeniu.

Do tradycyjnych instrumentów makroostrożnościowych należą m.in. antycykliczny bufor kapitałowy, bufor ryzyka systemowego czy bufor nakładane na systemowo ważne instytucje. O ile zasadność ich stosowania nie budzi wątpliwości, biorąc pod uwagę korzyści płynące ze wzrostu poziomu bezpieczeństwa systemu finansowego i odporności instytucji bankowych na ewentualne wstrząsy, o tyle z perspektywy pojedynczej instytucji wysokość obowiązujących buforów może być już problematyczna ze względu na skalę generowanych przez nie obciążeń kapitałowych. **Ustalając zatem poziom tych parametrów, organy nadzoru makroostrożnościowego powinny uwzględnić dychotomiczną naturę tego typu instrumentów i znajdować kompromis między wzmocnieniem bezpieczeństwa systemowego a zdolnością banków do zasilania kredytem podmiotów gospodarujących.** Wzrost potencjału banków w obu tych obszarach przyczyniać się bowiem powinien automatycznie do ograniczenia ryzyka wystąpienia *credit crunch*. Kiedy jednak to ryzyko materializuje się, wówczas środki zgromadzone w ramach poszczególnych buforów powinny zostać uwolnione adekwatnie do skali potencjalnego załamania koniunktury, celem umożliwienia absorpcji strat.

Równie duży potencjał antykrzysowy mają rozwiązania utożsamiane z polityką mikroostrożnościową, ukierunkowane na wzmocnienie odporności, płynności i bazy kapitałowej pojedynczych podmiotów. Ich implementacja, zwykle w formie rekomendacji lub instrukcji nadzorczych, powinna przyczyniać się do budowy zdrowych fundamentów instytucji bankowych w perspektywie długookresowej. Podobnie jak w przypadku narzędzi polityki makroostrożnościowej, **podstawowym problemem organów nadzorczych pozostaje w tym przypadku kształtowanie poszczególnych norm i wskaźników na optymalnym, z punktu widzenia stabilności finansowej danego podmiotu i jego zdolności do kreowania podaży kredytu dla gospodarki, poziomie.** Wśród typowych narzędzi mikroostrożnościowych dających możliwości aktywnego zarządzania ryzykiem *credit crunch* można wymienić m.in. dopuszczalne poziomy wskaźników LtV (*loan to value*) i Dtl (*debt to income*), limity wzrostu akcji kredytowej, ograniczenia możliwości kre-

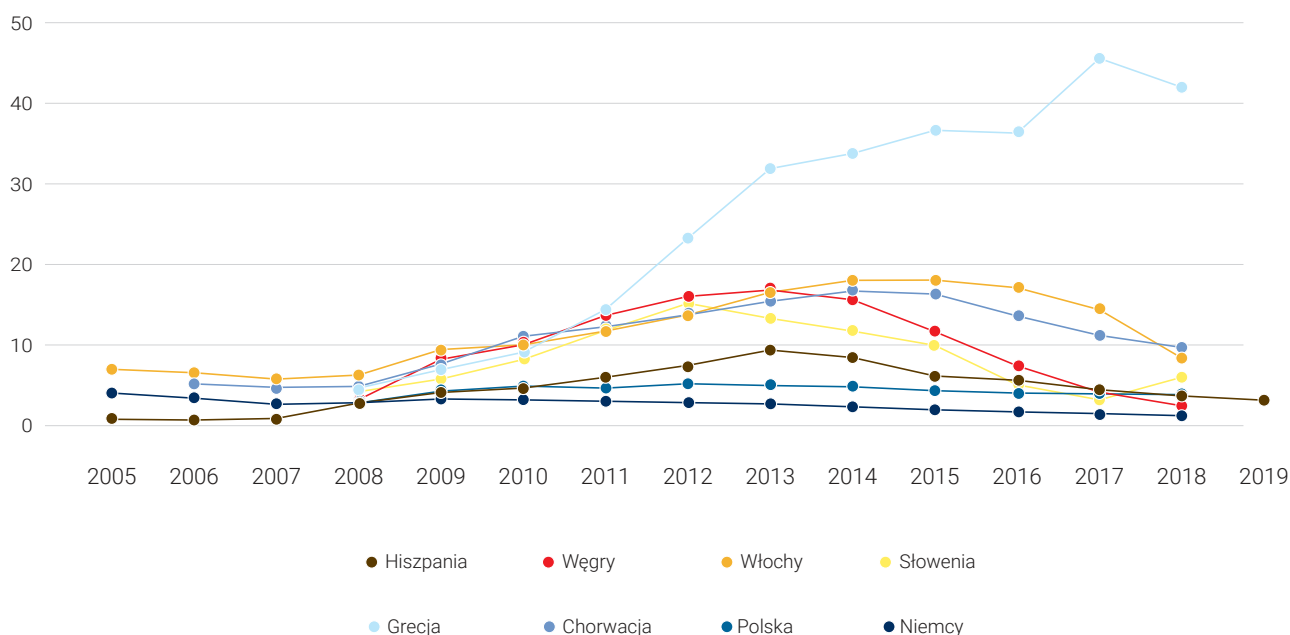
dytowania w walutach obcych, okresowe restrykcje dla banków co do wypłat dywidend oraz wykupu akcji własnych, dopuszczenie możliwości tymczasowego niespełniania wymogów regulacyjnych (kapitałowych i płynnościowych) bez rygoru sankcji czy ograniczenia obciążeń operacyjnych wynikających z działań nadzorczych (np. obowiązku przeprowadzania testów skrajnych) i sprawozdawczych (np. elastyczne podejście do klasyfikacji ekspozycji kredytowych). Narzędzia te mogą w różnym stopniu i z różną siłą oddziaływać na sytuację finansową poszczególnych podmiotów bankowych, ze względu na ich często odmienne modele biznesowe, stąd polityka mikroostrożnościowa powinna być prowadzona w sposób ostrożny i wyważony, z uwzględnieniem specyfiki działania i sytuacji finansowej poszczególnych podmiotów. Nadmierne zaostrenie jej kursu może zaś powodować wzrost niechęci banków do rozszerzania akcji kredytowej, a tym samym generować ryzyko *credit crunch*.

4.4. Obszar dodatkowych rozwiązań instytucjonalnych

Jednym z istotnych czynników odpowiadających za ograniczenie skłonności banków do udzielania kredytów, a tym samym wzrost ryzyka *credit crunch*, jest pogorszenie jakości aktywów bankowych, w szczególności wzrost udziału kredytów zagrożonych (tzw. *non-performing loans* – NPL) w sumie bilansowej banków. Kredyty typu NPL mają z natury charakter procykliczny, a ich wzrost przyspiesza w okresach kryzysowych, co potwierdza przykład światowego kryzysu *subprime* lub europejskiego kryzysu zadłużenia (wykres 7). Skala problemu kredytów zagrożonych zależy zarówno od specyfiki danego kryzysu i danej gospodarki, jak i od rodzaju i tempa działań podjętych w celu jego rozwiązania. Doświadczenia wielu kryzysów bankowych po 1990 roku ujawniają, że (Ari et al. 2020):

- ▶ wysoki poziom kredytów zagrożonych osłabia bilanse banków, hamuje wzrost akcji kredytowej i opóźnia ożywienie gospodarki w okresie pokryzysowym,
- ▶ w okresie kryzysów bankowych maksymalna wartość wskaźnika kredytów zagrożonych w kredytach ogółem dochodzi średnio do poziomu około 20%,
- ▶ dynamika PKB jest przeciętnie niższa w przypadku kryzysów z podwyższonym poziomem NPL aniżeli w przypadku kryzysów z niskim poziomem NPL,

Wykres 7. Wskaźnik udziału kredytów zagrożonych w kredytach ogółem (w %) w wybranych krajach europejskich w latach 2005–2019



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

- ▶ przyrost kredytów zagrożonych jest większy w krajach o niższym PKB per capita, po okresie boomu kredytowego, przy stałych kursach walutowych, z bankami o niższej rentowności oraz z przedsiębiorstwami o wyższym poziomie zadłużenia,
- ▶ w krajach o niższym poziomie wskaźnika długu publicznego do PKB w okresie przedkryzysowym likwidacja (restrukturyzacja) kredytów zagrożonych następuje szybciej (dług publiczny niższy o wartość jednego odchylenia standardowego skraca okres likwidacji NPL o jeden rok),
- ▶ likwidacja (restrukturyzacja) kredytów zagrożonych ma kluczowe znaczenie dla ożywienia gospodarczego w okresie pokryzysowym.

Jednym ze sposobów ograniczenia tego problemu może być implementacja do systemu finansowego odpowiednich rozwiązań instytucjonalnych. Mogą one przybrać kształt państwowych programów gwarancyjnych (np. Asset Protection Scheme – APS) lub być oparte na działalności wyspecjalizowanych firm zarządzających aktywami zagrożonymi (tzw. Asset Management Companies – AMC). Choć instytucjonalne podejście do rozwiązywania problemu złych kredytów budzi szereg wątpliwości, w tym także natury moralnej, to w praktyce rozwiązania tego typu znajdują dość powszechne zastosowanie, przyczyniając się do oczyszczenia struktury aktywów i zwiększenia

potencjału banków do finansowania gospodarki. Ponieważ jednak angażują one zwykle środki publiczne, toteż warunkiem ich powodzenia jest przyjęcie wysokich standardów zarządzania, zapewnienie przejrzystości działania i wyeliminowanie wpływu czynników natury politycznej.

4.4.1. Programy gwarancyjne typu Asset Protection Scheme

Program gwarancyjny typu Asset Protection Scheme (APS) jest rozwiązaniem dającym możliwość objęcia gwarancjami państwa strat generowanych przez wyodrębniony przez bank portfel kredytów zagrożonych. Kredyty te pozostają zwykle w bilansie banku (mogą być też transferowane do spółek celowych w ramach operacji sekurytyzacyjnych), a warunkiem wypłaty środków z tytułu gwarancji jest zmaterializowanie się ryzyka kredytowego. Standardowo portfel kredytowy podzielony jest umownie na kilka transz, a gwarancje uruchamiane są dopiero po przekroczeniu określonego progu, poniżej którego straty z tytułu niespłacanych kredytów pokrywa bank – beneficjent gwarancji. Gwarancje mają charakter odpłatny, a zatem w przypadku scenariusza pozytywnego, w którym portfel kredytów zagrożonych nie generuje strat lub gdy strata z ich tytułu nie jest duża, opłaty za udzielenie gwarancji mogą przynosić dochody do budżetu państwa. Z kolei w scenariuszu nega-

tywnym, kiedy wielkość strat z tytułu zagrożonych kredytów przekracza przyjęty poziom partycypacji beneficjenta gwarancji, stanowią one, po uwzględnieniu wpływów z tytułu opłat, obciążenie budżetu państwa.

Programy gwarancyjne APS są narzędziem mającym szczególne znaczenie w okresach kryzysowych lub pokryzysowych. W wielu krajach rozwiniętych znalazły one zastosowanie m.in. do poprawienia złej sytuacji banków powstałej w wyniku zakłóceń wywołanych przez światowy kryzys finansowy *subprime*. Np. według danych Komisji Europejskiej w okresie 2008–2011 z programów gwarancyjnych APS skorzystało 12 banków z Austrii, Belgii, Francji, Niemiec, Luxemburga, Holandii, Hiszpanii i Wielkiej Brytanii, a nominalna wartość aktywów objętych gwarancją w ramach jednego programu oscylowała pomiędzy 100 mln euro w przypadku austriackiego Hypo Group Alpe Adria i 281 mld GBP w przypadku Royal Bank of Scotland (European Commission 2017). Przykładem aktualnie działającego programu może być Hercules Asset Protection Scheme (HAPS), uchwalony przez parlament Grecji w grudniu 2019 roku, którego celem jest obniżenie poziomu NPL w greckich bankach, wynoszącego na koniec 2019 roku 40%, o połowę w ciągu dwóch kolejnych lat.

4.4.2. Firmy zarządzania aktywami zagrożonymi typu Asset Management Companies

Innym sposobem na oczyszczenie bilansów banków z kredytów zagrożonych, pozwalającym na uwolnienie ich potencjału do zwiększania akcji kredytowej jest sprzedaż portfeli takich kredytów do wyspecjalizowanych firm zarządzania aktywami – tzw. Asset Management Companies (AMC), zwanych również potocznie „złymi bankami” (Bad Banks). Podmioty te funkcjonują w formie spółek prywatnych albo spółek publicznych z całkowitym lub częściowym udziałem państwa. Struktura własności tych podmiotów, a ściślej mówiąc, skala zaangażowania w nich państwa jest ważna nie tylko z biznesowego punktu widzenia, ale też z punktu widzenia ich potencjalnego oddziaływania na budżet centralny i wielkość zadłużenia sektora publicznego w przypadku generowania przez nie strat.

W ujęciu systemowym istnieją dwa alternatywne modele funkcjonowania rynku AMC: scentralizowany, w którym do zarządzania kredytami zagrożonymi powołany zostaje jeden wyspecjalizowany podmiot (np. NAMA w Irlandii utworzony w 2009 roku, UKAR w Wielkiej Brytanii utworzony w 2010 roku, SAREB w Hiszpanii utworzony w 2012 roku, DUTB

w Słowenii utworzony w 2013 roku), albo zdecentralizowany, w którym funkcjonuje wiele pojedynczych podmiotów AMC, powoływanych zwykle przez poszczególne banki i koncentrujących się na zarządzaniu transferowanymi od nich kredytami zagrożonymi (np. Royal Park Investments w Belgii utworzony w 2008 roku w celu restrukturyzacji aktywów Fortis, Erste Abwicklungsanstalt w Niemczech, utworzony w 2009 roku w celu restrukturyzacji aktywów West LB). Wybór konkretnego modelu jest z kolei pochodną skali problemu kredytów zagrożonych w gospodarce, okresu jego nasilenia (konjunktura, dekonjunktura), liczby banków w trudnej sytuacji finansowej ze względu na udział NPL w strukturze aktywów, potencjału do uzyskania efektów ekonomii skali i do zapewnienia efektywności realizowanych procesów restrukturyzacyjnych, zarówno na poziomie makro- jak i mikroekonomicznym.

Jak wskazują doświadczenia innych krajów, efektywność działania podmiotów AMC, a tym samym powodzenie operacji uzdrawiania struktury kredytów bankowych, są uzależnione od stworzenia odpowiednich ram i warunków dla ich funkcjonowania. Wśród czynników decydujących o skuteczności tej formuły rozwiązywania problemu kredytów zagrożonych wymienić można m.in. możliwie wąsko określone cele działania spółek AMC, transfer kredytów o relatywnie dużym prawdopodobieństwie odzyskania przynajmniej części środków i zabezpieczonych homogeniczną klasą aktywów stosunkowo łatwo zbywalnych (np. kredytów hipotecznych), profesjonalną kadre menedżerską i wykwalifikowany zespół pracowników, uniezależnienie od wpływów politycznych, odpowiednie finansowanie, odpowiednie przepisy w zakresie upadłości i egzekucji, dobre systemy informacji i zarządzania oraz przejrzystość realizowanych operacji i procesów (Klingebiel 2000). Z kolei brak właściwej infrastruktury prawnej oraz odpowiednich standardów organizacyjno-zarządczych z dużym prawdopodobieństwem skutkować będzie niepowodzeniem działań podejmowanych przez podmioty AMC, co w przeszłości niejednokrotnie miało miejsce.



Zagrożenie *credit crunch* w Polsce w okresie pandemii COVID-19



5.1. Skala załamania gospodarczego wywołanego pandemią

Biorąc pod uwagę charakter aktualnego kryzysu, zasadnicze znaczenie dla jego głębokości, czasu trwania oraz skutków dla systemu społeczno-ekonomicznego będzie miała dynamika PKB. Przyczyny tego kryzysu mają charakter egzogeniczny – wynikają z czynników leżących poza systemem ekonomicznym. Nieznany przebieg epidemii w przyszłości jest także przyczyną niepewności co do przebiegu kryzysu ekonomicznego (sfery realnej gospodarki) oraz jego wpływu na sektor finansowy, w szczególności bankowy.

Makroekonomiczna sytuacja Polski przed kryzysem była generalnie korzystna. Polska rozwijała się relatywnie szybko, a podstawowe proporcje makroekonomiczne kształtowały się korzystnie. Zasadnicze proporcje pomiędzy konsumpcją a akumulacją były niemal od początku transformacji prawidłowe. Również stosunki gospodarcze z zagranicą były zrównoważone. Te prawidłowe proporcje pomiędzy podstawowymi elementami systemu ekonomicznego znajdują odzwierciedlenie we wskaźnikach finansowych. Sektor finansów publicznych wykazywał niewielkie deficyty – w rezultacie spadała relacja długu publicznego do PKB. Inflacja od wielu lat utrzymywana jest na niskim poziomie. Kurs walutowy był stabilny, a saldo na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego bliskie równowagi. Pewne zastrzeżenia można mieć do aktywności inwestycyjnej, zwłaszcza sektora prywatnego, której dynamika w ostatnich kilku latach obniżyła się.

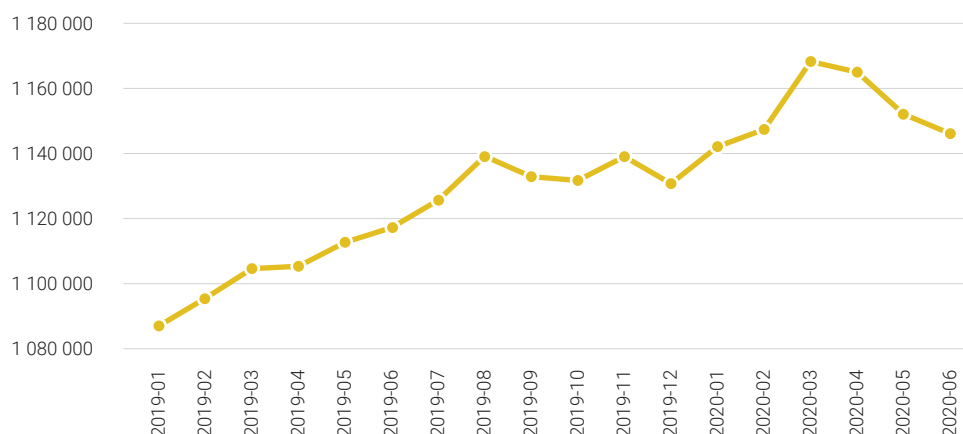
Według wstępnych szacunków czynionych przez różne instytucje kryzys w polskiej gospodarce powinien być łagodniejszy niż w innych krajach UE. Według prognozy Komisji Europejskiej spadek PKB w roku 2020 ma być najniższy wśród wszystkich krajów należących do UE. Przy średnim prognozowanym spadku PKB w państwach UE o 8,3%, PKB Polski ma zmniejszyć się o 4,6%. Z kolei według tej samej prognozy, tempo wzrostu PKB dla całej UE ma wynieść w 2021 roku 5,8%, podczas gdy dla Polski tylko 4,3%. Tempo wzrostu PKB w roku 2021 ma być niższe niż w Polsce tylko w trzech krajach (Rumunii, Finlandii i Szwecji). Podobne wyniki dla Polski prognozuje Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Według najnowszej prognozy MFW spadek PKB ma wynieść w 2020 roku 4,6%, natomiast w roku 2021 powinien zwiększyć się o 4,2%. Warto przy tym podkreślić, że Polska należy do nielicznych krajów, dla których ostatnia prognoza wzrostu PKB nie pogorszyła się w stosunku do kwietniowej prognozy MFW.

Ostatnia prognoza NBP wskazuje jednak, że załamanie dynamiki PKB może być głębsze niż wynika to z prognozy MFW czy Komisji Europejskiej – według NBP, PKB Polski w roku 2020 może spaść o 5,4%, ale z drugiej strony odbicie w roku 2021 ma być mocniejsze – PKB ma w tym roku zwiększyć się o 4,9%. W sumie jednak prognoza NBP jest nieco bardziej pesymistyczna, gdyż zakłada sumaryczny spadek PKB w roku 2020 i 2021 o 0,5%, natomiast prognoza MFW przewiduje spadek o 0,4%.

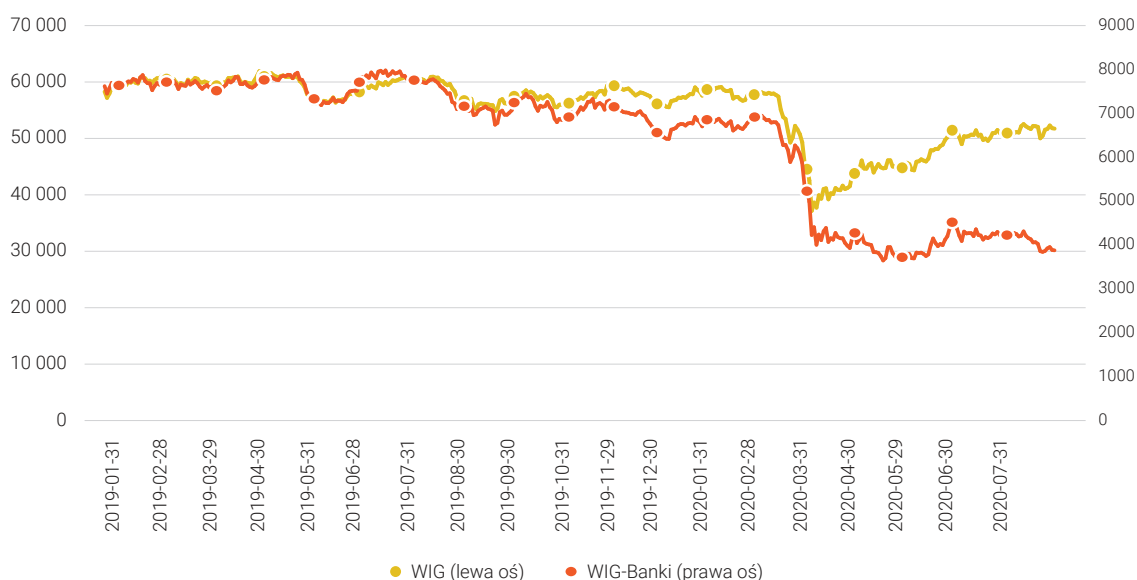
W ostatnich kilku latach głównym czynnikiem wzrostu PKB była konsumpcja. W wyniku *lockdownu* konsumpcja indywidualna w drugim kwartale spadła prawdopodobnie o ponad 12%, a prognozy wskazują, że ujemny przyrost konsumpcji będzie utrzymywał się do pierwszego kwartału przyszłego roku. Według projekcji NBP w całym roku 2020 konsumpcja gospodarstw domowych ma zmniejszyć się o 4,2%. Wprawdzie w kolejnym, 2021 roku szacowany jest wzrost konsumpcji o 5,3%, ale już w roku 2022 tempo wzrostu konsumpcji ma obniżyć się do 2,4%. Szacowane tempo wzrostu PKB w roku 2022 zostanie zatem osiągnięte, jeżeli przyspieszy dynamika nakładów inwestycyjnych.

Jedną z najważniejszych składowych projekcji PKB jest prognoza dotycząca nakładów inwestycyjnych, które według NBP gwałtownie będą spadać w kolejnych kwartałach – od drugiego kwartału 2020 roku do pierwszego kwartału 2021 roku, według prognozy, nakłady inwestycyjne spadną o około 20%. Zważywszy na niski udział nakładów inwestycyjnych w gospodarce w ostatnich latach (około 18% PKB), można oczekiwać, że w kolejnych latach będziemy obserwować prawdziwą zapaść w sferze inwestycji, których udział może spaść poniżej 15% PKB. Jest to jedno z największych zagrożeń dla długookresowego wzrostu polskiej gospodarki. Szczególnie niekorzystna jest niska aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw prywatnych, które odgrywają zasadniczą rolę w procesie unowocześniania gospodarki.

Prognozowaną dynamikę nakładów inwestycyjnych należy także rozpatrywać w kontekście oczekiwań co do poziomu zatrudnienia. Jak wynika z projekcji NBP, w roku 2020 liczba pracujących w gospodarce spadnie o 2,5%, a w roku 2021 o kolejne 1,1%. Dopiero w roku 2022 przewidywany jest niewielki wzrost liczby pracujących (o 0,6%). Przy spadającej liczbie pracujących osiągnięcie zakładanego tempa wzrostu PKB może być trudne, gdyż wymagałoby zdecydowanego zwiększenia wydajności pracy. Zważywszy na prognozowany spadek nakładów inwestycyjnych niezbędny do podtrzymania wysokiej dynamiki PKB,

**Wykres 8.** Kredyty dla sektora niefinansowego (wartość bilansowa brutto) w mln zł

Źródło: opracowanie własnych na podstawie danych NBP.

Wykres 9. Wartość indeksów giełdowych WIG oraz WIG-Banki (w punktach)

Źródło: opracowanie własne na bazie danych z serwisu Reuters.

wzrost wydajności pracy może być trudny do osiągnięcia. Spadek zatrudnienia może także negatywnie wpłynąć na dynamikę konsumpcji, stwarzając dodatkowe ryzyka dla tempa wzrostu PKB w kilku najbliższych kwartałach.

Spadające nakłady inwestycyjne będą miały negatywne konsekwencje nie tylko dla sfery realnej gospodarki, ale także dla sektora bankowego. Niższe nakłady inwestycyjne będą prowadziły do ograniczenia popytu na kredyt inwestycyjny, a więc możemy mieć do czynienia z *credit crunch* spowodowanym powstrzymaniem się przedsiębiorstw od zaciągania kredytów na efektywne przedsięwzięcia inwestycyjne. Spadek nakładów inwestycyjnych będzie także powodował

pogorszenie ogólnej kondycji przedsiębiorstw ograniczających nakłady inwestycyjne, a zatem i ich zdolność do zaciągania kredytów bankowych w przyszłości oraz ich obsługi bez zakłóceń.

Załamanie w gospodarce realnej ma bezpośrednie przełożenie na kształtowanie się podaży kredytu i popytu na kredyt, których wielkość uległa wyraźnemu zmniejszeniu w czasie pandemii. Fakt ten znajduje odzwierciedlenie m.in. w danych o wartości bilansowej brutto kredytów dla podmiotów sektora niefinansowego (wykres 8). W okresie tylko trzech miesięcy (kwiecień–czerwiec 2020 roku) wartość ta skurczyła się o blisko 22,2 mld zł. Utrwalenie się tego trendu w kolejnych okresach będzie potwierdzeniem pogor-



szającej się sytuacji na rynku kredytowym, a tym samym symptomem wzrostu ryzyka *credit crunch*.

Możliwość dalszego pogorszenia sytuacji w sektorze bankowym jest antycypowana przez uczestników rynku giełdowego i uwzględniona w rynkowej wycenie spółek bankowych. Indeks branżowy WIG-Banki po głębokim spadku w okresie wybuchu epidemii, wywołanym wprowadzeniem obostrzeń w gospodarce (*lockdown*), ale i w następstwie antykrzysowych działań władz monetarnych ograniczających dochodowość działalności bankowej (obniżki stóp procentowych) pozostaje cały czas w trendzie bocznym, choć w tym samym okresie nastąpiła stopniowa poprawa koniunktury giełdowej mierzonej indeksem szerokiego rynku WIG (wykres 9). W efekcie, nie najlepszy klimat inwestycyjny wokół banków nie tylko wpływa negatywnie na ich wartość rynkową, ale również może ograniczać im dostęp do pozyskiwania kapitału w drodze emisji akcji.

5.2. Działania zaradcze

5.2.1. Elementy tarczy antykrzysowej

Naturalną i niezbędną reakcją władz publicznych na szok gospodarczy wywołany przez czynnik zewnętrzny, w tym przypadku pandemię koronawirusa SARS-CoV-2, i związane z nim nagłe ograniczenie lub zahamowanie procesów gospodarczych, jest wdrożenie pakietu rozwiązań ośłonowych, zapewniających podtrzymanie działania aparatu wytwórczego sfery realnej i ciągłość cyrkulacji środków pieniężnych pomiędzy uczestnikami procesów gospodarczych i społecznych w okresie kryzysowym.

Przyjęte w Polsce rozwiązania ośłonowe zostały wprowadzone do porządku prawnego w formie pakietu sukcesywnie uchwalanych ustaw, zwanego umownie tarczą antykrzysową. Jej główny szkielet stanowią:

- a) ustawa z dnia 2 marca 2020 roku o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych,
- b) ustawa z dnia 31 marca 2020 roku o zmianie ustawy o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych oraz niektórych innych ustaw,

- c) ustawa z dnia 16 kwietnia 2020 roku o szczególnych instrumentach wsparcia w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2,
- d) ustawa z dnia 14 maja 2020 roku o zmianie niektórych ustaw w zakresie działań ośłonowych w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2,
- e) ustawa z dnia 19 czerwca 2020 roku o dopłatach do oprocentowania kredytów bankowych udzielanych przedsiębiorcom dotkniętym skutkami COVID-19 oraz o uproszczonym postępowaniu o zatwierdzenie układu w związku z wystąpieniem COVID-19

a także szereg aktów prawnych lub ich nowelizacji, dostosowujących funkcjonowanie sektora publicznego i prywatnego do nowych realiów okresu epidemicznego, w tym w szczególności rozwiązania przypisujące Polskiemu Funduszowi Rozwoju jedną z kluczowych ról w dystrybuowaniu środków publicznych pozyskanych w drodze emisji obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa do podmiotów prywatnych, a także przepisy regulujące warunki, formy i tryb udzielania pomocy publicznej w celu ratowania lub restrukturyzacji przedsiębiorstw.

Ze względu na charakter i szeroki zakres oddziaływania epidemii zestaw implementowanych rozwiązań doraźnych jest również szeroki. Ogólnie ujmując, zgodnie z informacją prezentowaną w oficjalnych materiałach rządowych, program pomocowy opiera się na pięciu filarach, tj.: I) Bezpieczeństwo pracowników; II) Finansowanie przedsiębiorstw, III) Ochrona zdrowia, IV) Wzmocnienie systemu finansowego, V) Program inwestycji publicznych.

W pierwszym z nich, którego wartość szacowana jest na około 30 mld zł, główne formy wsparcia obejmują m.in. dopłaty do wynagrodzeń pracowników kierowane do przedsiębiorstw na czas wprowadzonego przez nie przestoju lub obniżenia wymiaru czasu pracy, okresowe zwolnienie z opłacania składek na ubezpieczenia społeczne osób samozatrudnionych oraz mikro lub małych przedsiębiorstw, świadczenia postojowe z ZUS dla osób samozatrudnionych oraz pracujących na umowy zlecenia i o dzieło, zasiłek opiekuńczy dla rodziców dzieci do lat ośmiu pozostających w domu w okresie zawieszenia zajęć szkolnych lub przedszkolnych, odroczenie (zawieszenie) na trzy miesiące obowiązku spłaty rat kapitałowych i odsetkowych kredytów indywidualnych lub korporacyjnych, ograniczenie maksymalnego poziomu kosztów pozaodsetkowych dla kredytów konsumenckich,



a także ułatwienia administracyjne w postaci przesunięć terminów płatności i rozliczeń podatkowych.

Wachlarz instrumentów pomocowych w ramach drugiego filaru, o szacunkowej wartości około 74,2 mld zł, obejmuje m.in. bezzwrotne pożyczki w kwocie 5000 zł dla mikroprzedsiębiorstw, które utrzymają stałe zatrudnienie, automatyczne wznowienie kredytu obrotowego według zdolności kredytowej obliczanej według informacji na koniec 2019 roku, rozszerzenie programu gwarancji *de minimis*, dopłaty do oprocentowania kredytów bankowych, pożyczki płynnościowe dla MŚP i podmiotów ekonomii społecznej, gwarancje z Funduszu Gwarancji Płynnościowych dla średnich i dużych przedsiębiorstw.

Trzeci filar, którego szacunkowa wartość opiewa na kwotę 7,5 mld zł, mają stanowić środki z przeznaczeniem m.in. na rozbudowę infrastruktury i doposażenie systemu służby zdrowia, a także informatyzację podmiotów leczniczych i cyfryzację usług medycznych.

Na czwarty filar, o szacunkowej wartości około 70,3 mld zł, składają się: pakiet regulacyjny KNF i Ministerstwa Finansów oraz pakiet płynnościowy NBP. Działania wspierające w obszarze regulacyjnym obejmują m.in. obniżenie buforów kapitałowych, okresowe dopuszczenie możliwości działalności banków poniżej łącznych wymogów kapitałowych i płynnościowych, uelastycznienie zasad szacowania strat na ryzyko kredytowe lub rynkowe czy minimalizację lub odsunięcie w czasie wybranych obowiązków nadzorczych przez KNF. Z kolei pakiet płynnościowy NBP obejmuje zarówno standardowe narzędzia polityki monetarnej, jak np. obniżenie stopy referencyjnej (łącznie do poziomu 0,1%), obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej (z poziomu 3,5% do 0,5%), zwiększenie skali operacji warunkowych repo oraz rozszerzenie listy papierów wartościowych stanowiących przedmiot ich zabezpieczenia, udostępnienie kredytu wekslowego bankom, a także instrumenty dotychczas niestandardowe, jak zastosowanie operacji skupu obligacji skarbowych lub gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku.

Ostatni, piąty filar, to szacowany na około 30 mld zł program inwestycji publicznych, który zgodnie z przyjętymi założeniami ma stanowić impuls rozwojowy dla gospodarki w jej kilku priorytetowych obszarach – tj. infrastruktura, transformacja energetyczna, biotechnologia i farmacja, cyfryzacja gospodarki, ochrona środowiska – który ma także mieć pozytywne przełożenie na podmioty MŚP.

Szacunkowa wartość całego programu pomocowego, zgodnie z planami rządu i NBP, ma docelowo wynieść około 312 mld zł, z czego 212 mld zł (blisko 10% PKB) to środki finansowe dystrybuowane w ramach wyżej wymienionych pięciu filarów tarczy antykryzysowej, a kolejne 100 mld zł (niespełna 5% PKB) to środki finansowe dystrybuowane w ramach tzw. Tarczy Finansowej Polskiego Funduszu Rozwoju, stanowiącej dodatkowy element tarczy antykryzysowej. Należy pamiętać, że podawane przez władze publiczne wartości liczbowe mają charakter szacunkowy. Agregują też one wielkości ekonomiczne o odmiennej specyfice (np. odroczenia płatności podatków, kredyty, dotacje czy subwencje), przez co zniekształcają obraz faktycznych wydatków publicznych w czasie pandemii. Według wyliczeń analityków FOR, faktyczne wydatki publiczne realizowane w ramach tarczy antykryzysowej mają wynieść około 70 mld zł, z czego około 30–40 mld zł w 2020 roku.

Formalnie rzecz biorąc, środki, których przeznaczenie na przeciwdziałanie skutkom kryzysu deklaruje rząd i NBP, są znaczące, gdyż stanowią około 14% nominalnej wartości PKB z roku 2019. Jeżeli dodatkowo uwzględnimy środki, które Polska prawdopodobnie otrzyma z Unii Europejskiej, to możemy szacować, że łączne zasilenie gospodarki na potrzeby polityki antykryzysowej może sięgnąć ponad 25% PKB. Można postawić pytanie, czy są to środki wystarczające? Odpowiedź na to pytanie jest jednak uzależniona od tego:

- ▶ jakie będą ostateczne koszty kryzysu w sferze makroekonomicznej i jakie będą skutki tego kryzysu dla sektora finansowego, w tym zwłaszcza bankowego i jakie w związku z tym konieczne będą wydatki na likwidowanie skutków kryzysu w sferze realnej gospodarki i sektorze finansowym,
- ▶ jak państwo poradzi sobie z efektywnym wydatkowaniem takiej ilości środków finansowych – w dotychczasowej historii transformacji gospodarczej w Polsce nie wystąpił kryzys o porównywalnej skali, w związku z czym brak jest doświadczeń w radzeniu sobie z takim kryzysem,

Z tego też powodu, ocena skali i efektywności podjętych działań antykryzysowych będzie możliwa dopiero z perspektywy czasu, zaś decydujące znaczenie będzie miała zdolność państwa do podziału dostępnych funduszy na cele przeciwdziałania skutkom kryzysu oraz stymulowania procesów gospodarczych po ustąpieniu najostrzejszej jego fazy, w tym zwłaszcza efektywnej restrukturyzacji gospodarki (w zakresie transformacji energetycznej, cyfryzacji itp.), która może stworzyć podstawy długookresowego, zrównoważonego rozwoju.

5.2.2. Działania NBP

W ramach działań antykrzysowych realizowanych przez Narodowy Bank Polski wykorzystany został szeroki pakiet instrumentów osłonowych, ukierunkowanych na zapewnienie stabilności działania systemu płatniczego oraz płynności podmiotów sfery realnej i finansowej. W wyniku wprowadzonych rozwiązań polityka pieniężna uległa głębokiemu poluzowaniu.

Jednym z podstawowych działań wykorzystanych w tym celu była ostra redukcja stóp procentowych przeprowadzona w kilku, krótko po sobie następujących etapach (tabela 1).

O ile sam kierunek zmian stóp procentowych w reakcji na szok makroekonomiczny nie budzi zastrzeżeń, o tyle **skala i tempo ich wprowadzania mogą być dyskusyjne**. Ich oddziaływanie przynosi bowiem także negatywne efekty, które wymagają właściwego wyważenia. Z jednej strony, obniżenie głównej stopy procentowej, stopy referencyjnej, łącznie o 140 pkt. baz. do rekordowo niskiego poziomu 0,10% pozwoliło na istotne zmniejszenie kosztów obsługi długu z tytułu skarbowych papierów wartościowych (co jest szczególnie ważne w okresie gwałtownego wzrostu skali ich emisji), a także przyniosło poprawę sytuacji finansowej kredytobiorców i częściowe ograniczenie ryzyka kredytowego¹. Zgodnie z informacjami Narodowego Banku Polskie-

go (2020b), roczna wartość środków pozostających w budżetach gospodarstw domowych i firm z tytułu niższych rat kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych oraz kredytów dla przedsiębiorstw jest szacowana na około 7 mld zł. Z drugiej natomiast strony, skutkowało ono automatycznym **zmniejszeniem wyników finansowych banków**, pogłębiając trwającą od kilku lat niekorzystną tendencję spadku ich rentowności, a także zniósło ono *de facto* opłacalność utrzymywania oszczędności w formie depozytów na rachunkach terminowych, **inicjując niebezpieczny proces odpływu środków długoterminowych z sektora bankowego** (wykres 10). Stan ten, w sytuacji nierozwiązanego od lat problemu niedopasowania terminowej struktury pasywów i aktywów bankowych pogłębia istniejącą nierównowagę w tym zakresie.

Pakiet pozostałych działań antykrzysowych NBP obejmuje m.in.:

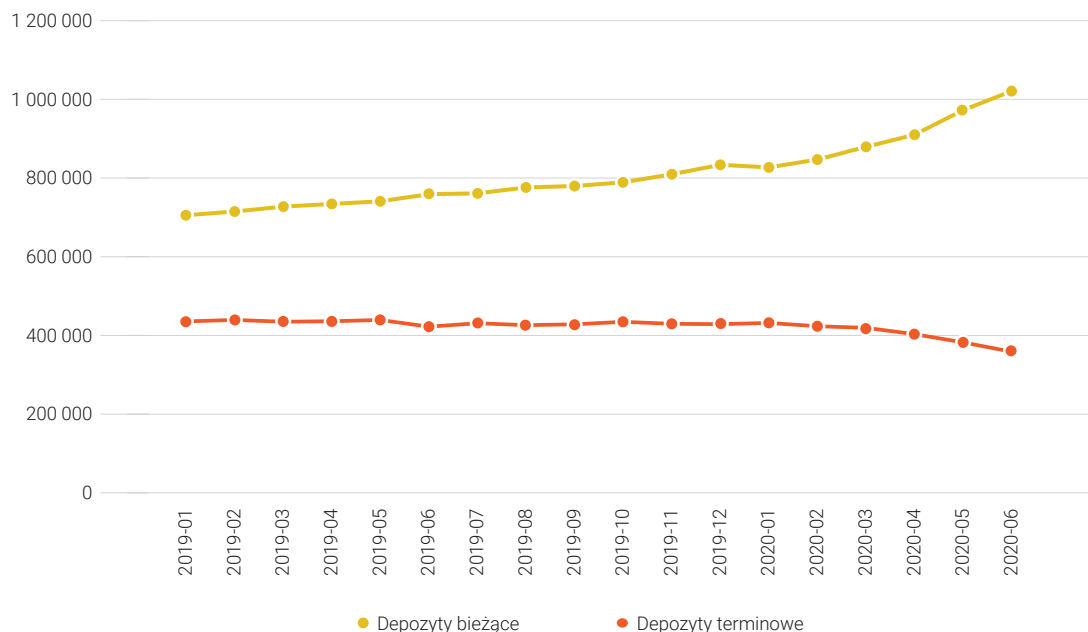
- ▶ obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej od środków złotych i środków w walutach obcych zgromadzonych na rachunkach bankowych, od środków uzyskanych z tytułu emisji papierów wartościowych z 3,50% do 0,50%,
- ▶ zastosowanie operacji repo do zasilenia sektora bankowego w płynność, w tym zwiększenie listy papierów wartościowych mogących stanowić ich zabezpieczenie,
- ▶ zaspokojenie zwiększonego zapotrzebowania na pieniądź gotówkowy w obiegu, którego wartość w ciągu pierwszego półrocza 2020 roku wzrosła o 24% (58 mld zł),
- ▶ reaktywację kredytu wekslowego,

¹ Obniżenie stopy referencyjnej skutkowało także automatycznie obniżeniem dopuszczalnego prawnie maksymalnego poziomu oprocentowania kredytów (do wysokości 7,2%), stąd – paradoksalnie – dla niektórych grup kredytobiorców, w stosunku do których banki szacują wyższe ryzyko kredytowe, kredyty ratalne, konsumpcyjne czy samochodowe stały się niedostępne. W istocie rzeczy mamy w związku z tym do czynienia z racjonowaniem kredytu.

Tabela 1. Stopy procentowe NBP w okresie II–VII 2020 (według stanu na 25 lipca 2020 roku)

Wyszczególnienie	II	III	IV	V	VI	VII
Stopa referencyjna	1,50	1,00	0,50	0,10	0,10	0,10
Stopa kredytu refinansowego	3,50	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50
Stopa redyskontowa weksli	1,75	1,05	0,55	0,11	0,11	0,11
Stopa kredytu lombardowego	2,50	1,50	1,00	0,50	0,50	0,50
Stopa depozytowa	0,50	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa dyskontowa weksli	-	1,10	0,60	0,12	0,12	0,12
Stopa rezerwy obowiązkowej	3,50	3,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej	0,50	0,50	0,50	0,10	0,10	0,10

Źródło: NBP.

**Wykres 10.** Wartość depozytów bieżących i terminowych sektora niefinansowego w okresie I 2019–VI 2020 (w mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

- ▶ uruchomienie pierwszego w historii NBP programu luzowania ilościowego w formie skupu obligacji skarbowych lub gwarantowanych przez Skarb Państwa (tj. obligacji PFR oraz obligacji BGK na rzecz funduszu COVID-19) na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku – w pierwszym półroczu 2020 roku wartość nominalna nabytych w ramach tych operacji obligacji wyniosła 96,2 mld zł, zasilając sektor bankowy kwotą 101,6 mld zł.

Spośród wymienionych instrumentów polityki monetarnej wykorzystywanych w okresie pandemii na szczególną uwagę w kontekście długofalowych skutków zasługuje zwłaszcza program skupu obligacji emitowanych przez PFR gwarantowanych przez Skarb Państwa, które stanowią źródło finansowania realizowanej przez tę instytucję działalności pomocowej dla podmiotów sfery realnej w ramach tarczy finansowej. Zgodnie z założeniami docelowa wartość ich emisji ma wynieść 100 mld zł, a do dnia 8 lipca 2020 roku NBP dokonał łącznego ich zakupu od banków na kwotę blisko 18,9 mld zł. Biorąc jednak pod uwagę przyjęty mechanizm działania tarczy finansowej, którego podstawowym elementem są częściowo umarzane subwencje dla firm (po spełnieniu przez beneficjentów określonych warunków), zobowiązania PFR z tytułu wyemitowanych obligacji stanowią *de facto* formę odroczonego (ukrytego) długu publicznego. Ich spłata, przynajmniej w części pomocy bezzwrotnej, będzie musiała być bowiem

realizowana w trybie zaspokajania roszczeń z gwarancji udzielonych przez Skarb Państwa, o ile oczywiście PFR nie pozyska w międzyczasie (tj. do czasu zapadalności obligacji) środków z innych źródeł na pokrycie wynikających z nich zobowiązań. Tym samym **bank centralny, nabywając obligacje PFR, przyczynia się do zniekształcenia obrazu zadłużenia państwa**, co może stanowić zagrożenie dla stabilności systemu finansowego w przyszłości.

Niektóre z działań podejmowanych przez NBP budzą pewne wątpliwości. Skup aktywów realizowany przez bank centralny doprowadził do znaczącego wzrostu nadpłynności sektora bankowego. Nadpłynność, która przed kryzysem nie przekraczała 100 mld zł, pod koniec lipca wzrosła do prawie 200 mld zł. Praktycznie rzecz biorąc cały przyrost podaży pieniądza rezerwowego zwiększył nadpłynność, czyli mówiąc inaczej – wrócił do NBP. W istocie rzeczy nie jest jasne, jaki był cel zasilenia sektora bankowego taką ilością pieniądza banku centralnego – utrzymanie płynności na rynku międzybankowym czy też realizacja innych celów, np. pomoc dla przedsiębiorstw sektora realnego gospodarki w formie dotacji (program tarczy finansowej realizowanej przez PFR) czy też np. przejmowanie przez państwo upadających przedsiębiorstw (to również znajduje się w statutowych celach PFR). Zważywszy, że także przed kryzysem polski sektor bankowy wykazywał dużą nadpłynność, krótkoterminowy rynek międzybankowy nie wymagał takiego zasilenia. Jeżeli natomiast celem było wspie-



ranie przedsiębiorstw za pomocą częściowo umarzanych subwencji lub też ich nacjonalizacja, to takie działania zasługują na ocenę negatywną. Wspieranie przedsiębiorstw znajdujących się w trudnej sytuacji dotacjami lub ich nacjonalizacja za pomocą emisji pieniądza jest działaniem sprzecznym z zasadami prowadzenia właściwej polityki pieniężnej i zasługuje na krytykę, także i z tego względu, że zaciemnia rzeczywisty stan sektora finansów publicznych, co może powodować osłabienie wiarygodności państwa i w razie przedłużania się i pogłębiania kryzysu może obniżać zdolność do zaciągania kredytu. Taka opinia jest tym bardziej uzasadniona, że od wybuchu kryzysu Ministerstwo Finansów zachowuje się bardzo pasywnie i w rezultacie nie jest jasne, kto odpowiada za sektor finansów publicznych.

5.2.3. Działania regulacyjno-nadzorcze

Działania zaradcze w sferze regulacyjno-nadzorczej realizowane są w ramach Komitetu Stabilności Finansowej (KSF), który jest organem kolegialnym odpowiedzialnym za kształtowanie polityki makroostrożnościowej w Polsce oraz koordynację działań w obszarze zarządzania kryzysowego i w którym reprezentowane są wszystkie instytucje sieci bezpieczeństwa finansowego, tj. Narodowy Bank Polski, Komisja Nadzoru Finansowego, Ministerstwo Finansów oraz Bankowy Fundusz Gwarancyjny.

Jedną z głównych decyzji Komitetu Stabilności Finansowej, działającego w ramach swoich kompetencji makroostrożnościowych, była wydana 16 marca 2020 roku rekomendacja w sprawie uchylenia obowiązku stosowania przez instytucje bankowe bufora ryzyka systemowego. W wyniku tej decyzji, na mocy rozporządzenia Ministra Finansów z 18 marca 2020 roku, w bankach został uwolniony zasób zgromadzonych w nim środków o łącznej wysokości około 30 mld zł z przeznaczeniem na finansowanie akcji kredytowej i absorpcję okresowych strat. W ramach dalszych postanowień KSF wyraził zgodę na odroczenie do 30 czerwca 2021 roku terminu wdrożenia przez banki komercyjne i oddziały instytucji kredytowych postanowień znowelizowanej Rekomendacji S Komisji Nadzoru Finansowego dotyczącej dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi zabezpieczonymi hipotecznie. Ponadto, uchwałą nr 38/2020 z dnia 13 lipca 2020 roku KSF zarekomendował Ministrowi Finansów obniżenie z poziomu 100% do 50% wag ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotecznie na nieruchomościach komercyjnych, usytuowanych na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, służących prowadzeniu przez kredytobiorców własnej dzia-

łalności gospodarczej i nieprzynoszących dochodów czynszowych lub zysków z ich sprzedaży.

W kontekście działań nadzorczych KSF warto w tym miejscu również wskazać na stosowane przez Komitet narzędzia nieformalne w formie apeli publikowanych w komunikatach z posiedzeń, mające na celu wywołanie odpowiednich zachowań po stronie ich adresatów (banków). Za przykład może tu służyć apel sformułowany w komunikacie KSF po posiedzeniu dotyczącym nadzoru makroostrożnościowego w dniu 15 czerwca 2020 roku (KSF 2020a), powtórzony następnie w komunikacie KSF po posiedzeniu w dniu 13 lipca 2020 roku (KSF 2020b):

„Biorąc pod uwagę szeroki zakres instrumentów pomocowych uruchamianych przez instytucje publiczne na rzecz systemu bankowego, Komitet oczekuje od banków utrzymania odpowiedzialnego kredytowania gospodarki i zwiększenia zaangażowania w działania wspierające kredytobiorców.”

Istotny pakiet instrumentów i działań osłonowych w obszarze regulacyjno-nadzorczym został również wdrożony przez KNF w formie Pakietów Impulsów Nadzorczych na rzecz Bezpieczeństwa i Rozwoju Sektora Bankowego, Rynku Ubezpieczeniowego oraz Rynku Kapitałowego.

Pierwszy z nich obejmował m.in. działania dotyczące rezerw i klasyfikacji ekspozycji kredytowych (w tym np. wydłużenie okresu ujmowania zabezpieczeń kredytowych przez banki dla celów pomniejszenia podstawy tworzenia rezerw celowych, możliwość rozłożenia straty w dłuższym horyzoncie czasowym, zwiększenie elastyczności w ustalaniu zasad rachunkowości), działania dotyczące buforów kapitałowych (np. dopuszczenie możliwości konsumpcji buforów ryzyka systemowego, czasowego funkcjonowania banków poniżej wymogu połączonego bufora, dopuszczenie możliwości konsumpcji lub zmniejszenia bufora innej instytucji o znaczeniu systemowym), działania dotyczące norm płynności (np. gotowość indywidualnego podejścia i dostosowania reakcji nadzorczej na wypadek kształtowania się wskaźnika LCR banku poniżej norm regulacyjnych), działania w zakresie bieżącego nadzoru (np. ograniczenie inspekcji, zminimalizowanie lub odroczenie obowiązków nadzorczych), działania o charakterze legislacyjnym (ukierunkowane na zapewnienie bankom możliwości uwzględnienia szczególnej sytuacji niektórych kredytobiorców z segmentu mikro, małych i średnich przedsiębiorstw).

Drugi pakiet, dedykowany sektorowi ubezpieczeń, dotyczył głównie wymogów kapitałowych oraz wy-



płacalności (np. możliwości wyznaczania kwartalnego wymogu SCR bez zmiany paramentów, odejścia od wymogu stosowania maksymalnej stopy technicznej) oraz bieżącego nadzoru (np. zawieszenie rozpoczętych kontroli w zakładach ubezpieczeń i u dystrybutorów). Ponadto UKNF dopuścił możliwość zawierania umów ubezpieczeniowych przez zakłady ubezpieczeń i pośredników ubezpieczeniowych drogą elektroniczną, po uzyskaniu stosownej zgody klienta.

Z kolei trzeci pakiet obejmował działania mające na celu m.in. utrzymanie płynności na rynku kapitałowym (w tym zwłaszcza obrotu skarbowymi papierami wartościowymi, indywidualne podejście do kwestii przekroczeń limitów inwestycyjnych przez fundusze inwestycyjne), przedłużenie terminów sprawozdawczych (np. sporządzania, zatwierdzenia i publikacji rocznych sprawozdań finansowych, przekazywania raportów okresowych, przeprowadzenia walnego zgromadzenia akcjonariuszy), ułatwienie procesu pozyskiwania kapitału przez spółki (np. poprzez zmiany legislacyjne w zakresie memorandumów informacyjnych), pragmatyczne podejście do działań nadzorczych (np. zminimalizowanie ciążących na podmiotach nadzorowanych obowiązków informacyjnych, odsunięcie w czasie zaplanowanych działań poza sprawozdawczych).

Zestaw działań regulacyjno-nadzorczych może być jeszcze uzupełniony o decyzję BFG dotyczącą przesunięcia o rok, tj. do 1 stycznia 2024 roku, docelowego terminu spełnienia wymogu MREL przez banki oraz elastycznego podejścia do realizacji celów śródk okresowych przez instytucje identyfikowane jako podmioty przymusowej restrukturyzacji. Znaczącym odciążeniem sektora bankowego jest również obniżenie o około 25 mld zł łącznych niedoborów względem docelowego MREL w następstwie zniesienia bufora ryzyka systemowego.

5.3. Ryzyko wystąpienia *credit crunch* w Polsce

Jak już wspomniano, *credit crunch* to zjawisko niepożądanego ograniczenia akcji kredytowej banków i dostępności kredytów dla podmiotów gospodarujących. Pełne wyeliminowanie możliwości jego wystąpienia w gospodarce jest praktycznie niemożliwe ze względu na często nieprzewidywalny charakter czynników wywołujących sytuację kryzysową. Niemniej, poprzez podjęcie odpowiednich działań zaradczych w sytuacji kryzysowej oraz stworzenie odpowiednich ram i warunków dla zapewnienia zrównoważonego rozwoju gospodarczego i zachowania stabilności systemu finansowego w dłu-

gim okresie istnieje możliwość znacznego ograniczenia ryzyka jego wystąpienia oraz skali potencjalnych negatywnych skutków, jakie ono niesie.

Dostępne publicznie informacje i dane finansowe (na moment sporządzania niniejszego raportu) wskazują na zwiększenie ryzyka wystąpienia *credit crunch* w Polsce w wyniku szoku makroekonomicznego wywołanego pandemią COVID-19. Ryzyko to jest generowane zarówno przez wzrost ogólnej niepewności co do przyszłej sytuacji epidemicznej oraz siły i skali oddziaływania pandemii na podmioty sfery realnej i finansowej, jak i wzrost ryzyk w obszarach newralgicznych z punktu widzenia prowadzenia działalności kredytowej przez banki. Choć podjęte działania osłowne, których efektywność będzie można w pełni ocenić dopiero *ex post*, w pewnym stopniu złagodziły jego wzrost w perspektywie krótkookresowej, to istniejące słabości systemowe i instytucjonalne, które unaocznili, a w niektórych przypadkach i pogłębił, obecny kryzys, stanowią realne zagrożenie dla utrzymania zdolności sektora bankowego do kreowania podaży kredytu na poziomie wystarczającym do pełnego sfinansowania potrzeb gospodarki.

Naszym zdaniem, do istotnych czynników, odpowiedzialnych za wzrost ryzyka *credit crunch* w Polsce należą:

- ▶ wzrost niepewności co do rozwoju pandemii i jej skutków,
- ▶ wzrost poziomu ryzyka kredytowego i spodziewany wzrost wolumenu kredytów zagrożonych,
- ▶ pogarszająca się zyskowność działalności bankowej,
- ▶ obniżenie wiarygodności polityki fiskalnej w wyniku niedostatecznej przejrzystości działań władz publicznych w obszarze zarządzania długiem publicznym, prowadzącej do zniekształcenia obrazu jego faktycznego poziomu i wzrostu ryzyka niestabilności systemu finansowego w przyszłości,
- ▶ procykliczne skutki działań antykryzysowych.

Wzrost niepewności jest naturalnym czynnikiem hamującym aktywność gospodarczą i skłonność podmiotów gospodarujących do zaciągania kredytów. W przypadku pandemii COVID-19 niepewność ta jest spotęgowana możliwością wystąpienia tzw. drugiej fali oraz niewiadomą co do czasu wyprodukowania i udostępnienia skutecznej szczepionki antywirusowej. W takich warunkach, podmioty gospodarujące

przeszły w tryb wzmożonej ostrożności działania, koncentrując się w głównej mierze na zabezpieczeniu stabilności bieżącej sytuacji finansowej oraz tworzeniu buforów płynnościowych na przyszłość. Tym samym ich aktywność zakupowa i inwestycyjna uległa wyhamowaniu, co przełożyło się na okresowy spadek popytu na kredyt.

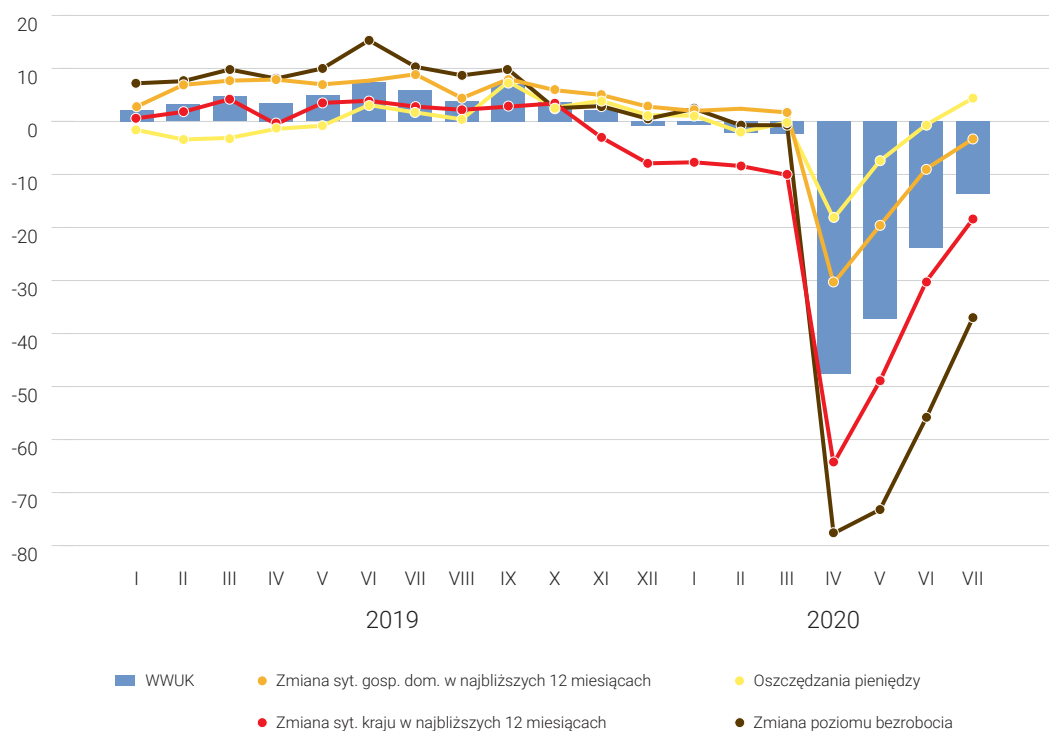
Pewnym sposobem na zobrazowanie poziomu niepewności i kierunku jej rozwoju są różnego rodzaju wskaźniki nastrojów. Jednym z nich jest wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej GUS, opisujący w sposób syntetyczny oczekiwania konsumentów co do zmiany (w ciągu 12 najbliższych miesięcy) sytuacji finansowej gospodarstw domowych, sytuacji ekonomicznej kraju, poziomu bezrobocia i możliwości oszczędzania. Według danych za lipiec 2020 roku, wartość wskaźnika WWUK, choć w ujęciu zagregowanym nadal jest ujemna (-13,6), to od czasu kwietniowego załamania, ulega systematycznej poprawie (wykres 11). Co ciekawe, największe obawy budzi niepewność co do rozwoju sytuacji na rynku pracy i poziomu bezrobocia, z kolei możliwości przyszłego oszczędzania pieniędzy są w przeważającym stopniu oceniane pozytywnie. W tym drugim przypadku wpływ na taką ocenę ma zapewne efekt uruchomienia wypłat ze środków tarczy antykryzysowej oraz po-

prawienie bazy płynnościowej w wyniku ograniczenia wydatków przez podmioty gospodarujące.

Zakłócenia obrotu gospodarczego i realizowanych w jego ramach przepływów finansowych (zwłaszcza przychodów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych), obniżyły zdolność niektórych grup podmiotów do terminowego regulowania zobowiązań finansowych. W efekcie, nastąpił skokowy wzrost ryzyka kredytowego i pogorszenie jakości portfeli kredytów korporacyjnych, konsumpcyjnych i mieszkaniowych. Tendencja ta jest m.in. widoczna w zmianach średnich wartości Indeksów Jakości Portfeli Kredytów publikowanych przez BIK (wykres 12).

Fakt ten spowodował automatycznie konieczność dokonywania przez banki odpisów na oczekiwane straty kredytowe lub zawiązywania rezerw z tytułu utraty wartości aktywów, obniżając ich wyniki finansowe. Według informacji PAP Biznes (2020), wielkość zawiązyanych przez banki na koniec I kwartału 2020 roku rezerw w związku z COVID-19 wynosiła blisko 1 mld zł. Ze względu na wprowadzone w ramach tarczy antykryzysowej instrumenty osłonowe o okresowym działaniu (m.in. zawieszenie spłat kredytów na okres trzech miesięcy), kumulacja wartości odpisów i rezerw jest spodziewana w 2021 roku. Sytuacja

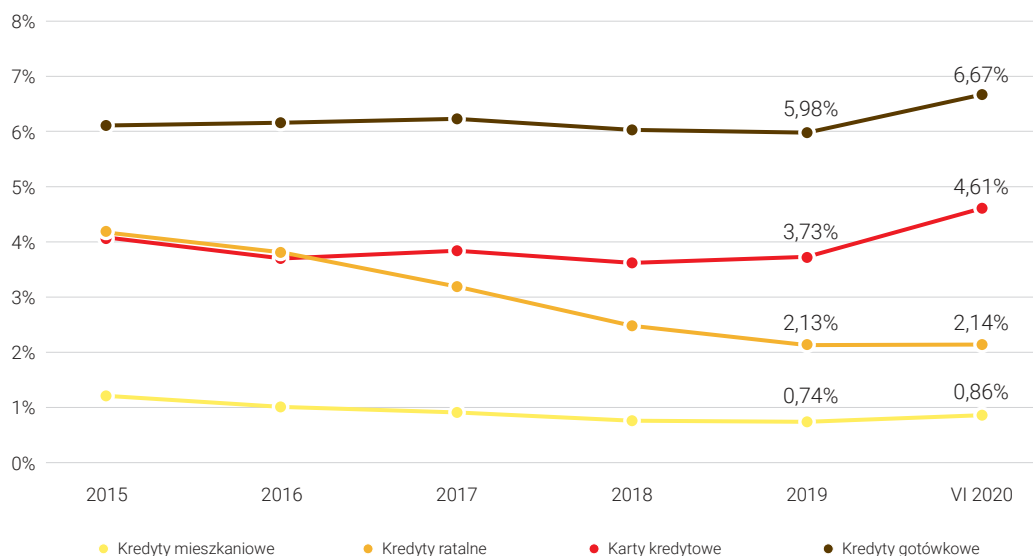
Wykres 11. Wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej (WWUK) i jego elementy składowe w okresie I 2019 – VII 2020



Źródło: GUS (2020).

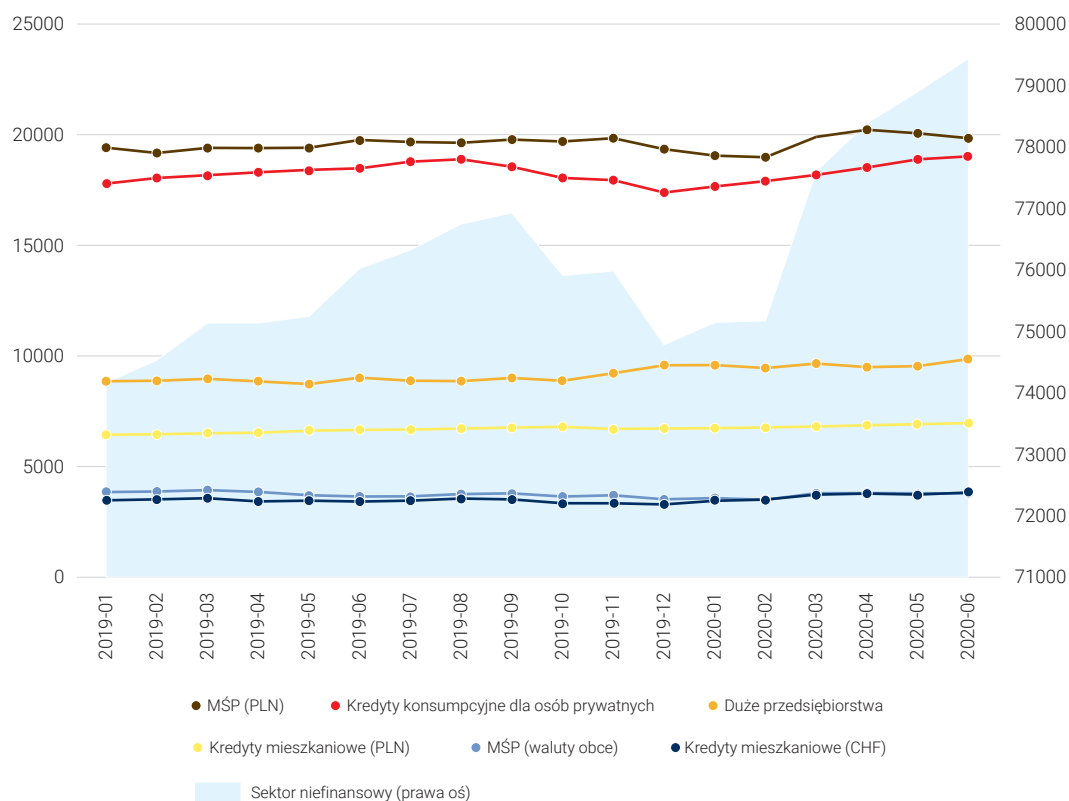


Wykres 12. Średnia wartość Indeksów Jakości Portfeli Kredytów dla wybranych grup portfeli kredytowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BIK (2020b).

Wykres 13. Wartość kredytów i zaliczek ze stwierdzoną utratą wartości – Portfel B (wartość bilansowa brutto) i jego główne składowe (w mln zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

może ulec dodatkowemu pogorszeniu, jeżeli nastąpi druga fala zakażeń koronawirusem, która ponownie może istotnie ograniczyć aktywność gospodarczą, pogarszając sytuację ekonomiczno-finansową przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, a tym samym

ich zdolność zarówno do obsługi już zaciągniętych kredytów, jak i zaciągania nowych.

W kontekście wzrostu ryzyka kredytowego należy również wspomnieć o problemie zarządzania kre-

dytami zagrożonymi. Według danych UKNF (2020a) łączny udział należności (z wyłączeniem instrumentów dłużnych) z utratą wartości od sektora niefinansowego na koniec maja 2020 roku wzrósł nieznacznie w okresie pandemii do poziomu blisko 7%. W niektórych grupach produktowych był on jednak znacznie wyższy (ok. 12% w przypadku kredytów konsumpcyjnych i kredytów dla sektora MŚP). Choć sytuacja w tym obszarze wydaje się być jak na razie stabilna (wykres 13), to łączny przyrost wolumenu kredytów zagrożonych od początku pandemii jest niepokojący, stąd wymaga wzmoczonego monitorowania i podjęcia działań mających na celu wzmocnienie infrastruktury instytucjonalno-prawnej (np. poprzez implementację modelu AMC) w związku ze spodziewanym wzrostem wolumenu kredytów zagrożonych w okresie po zakończeniu programów wsparcia w ramach tarczy antykryzysowej.

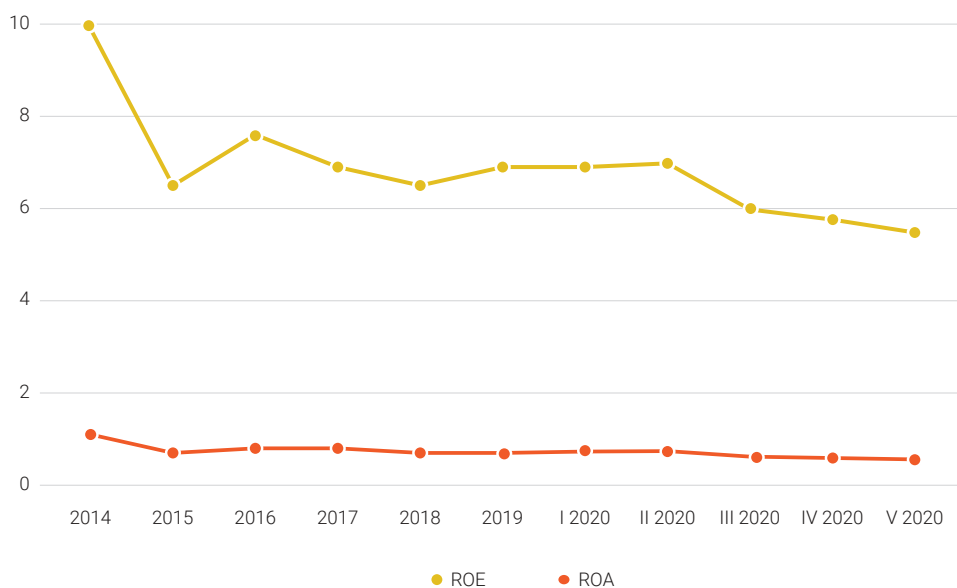
Ponadto, banki zaostryły znacznie warunki udzielania nowych kredytów, a w stosunku do podmiotów z branż najbardziej dotkniętych skutkami pandemii wstrzymały całkowicie ich przyznawanie. W tym drugim przypadku ryzyko branżowego *credit crunch* zmaterializowało się zatem wprost po stronie podaży rynku kredytowego.

Kolejnym czynnikiem generującym wzrost ryzyka *credit crunch* w Polsce jest spadek przeciętnej zyskowności działalności bankowej i wzrost liczby banków generujących straty. Według informacji UKNF (2020a), na koniec maja 2020 roku 16 banków (10 komercyj-

nych i 6 spółdzielczych), których udział w aktywach sektora bankowego wynosił około 7,5%, wykazało łączną stratę w wysokości 333,3 mln zł. Na wyraźne pogorszenie wyników finansowych banków w okresie pandemii wpływ miało głównie gwałtowne obniżenie stóp procentowych przez NBP, powodujące skokowy spadek marży odsetkowej netto, a także spadek wyniku z rezerw i odpisów oraz zmniejszenie przychodów z tytułu prowizji i opłat w wyniku mniejszego popytu na usługi bankowe. Niepokojąca z punktu widzenia zdolności banków do budowy autonomicznej bazy kapitałowej jest jednak utrzymująca się od kilku lat trwała tendencja obniżania efektywności sektora bankowego, zwłaszcza mierzona rentownością kapitałów własnych, która w okresie kryzysu uległa dalszemu pogłębieniu. (wykres 14). W kontekście wzrostu ryzyka *credit crunch* w gospodarce naturalnym pytaniem pozostaje także zasadność stosowania w czasie kryzysu branżowych obciążeń podatkowych w formie podatku naliczanego od aktywów finansowych, a także adekwatność przyjętego rozwiązania w zakresie jego konstrukcji, który to podatek w obecnym kształcie może potęgować niechęć banków do rozszerzania akcji kredytowej.

Kolejnym, spośród wskazywanych przez nas w niniejszym opracowaniu czynników determinujących wzrost ryzyka *credit crunch* w okresie pandemii, i niezmiernie ważnym z punktu widzenia budowy trwałych fundamentów dla rozwoju gospodarczego i stabilności systemu finansowego, jest obserwowane obniżenie wiarygodności polityki fiskalnej w wy-

Wykres 14. Poziom wskaźników ROA i ROE sektora bankowego w okresie 2014–V 2020



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych UKNF (2020a, 2020b).



niku niedostatecznej przejrzystości zarządzania długiem publicznym. Wzrost ryzyka w tym obszarze jest nie tyle pochodną bezpośredniego wzrostu poziomu zadłużenia państwa – co jest sytuacją naturalną w czasach kryzysowych i akceptowalną, jeżeli mieści się w dopuszczalnych prawnie i uzasadnionych ekonomicznie granicach – lecz konsekwencją wprowadzenia rozwiązań służących przesuwaniu części tego długu poza sektor publiczny i wyłączenia go z nadzoru społecznego.

Dobitym przykładem takiego działania jest przeprowadzenie za pośrednictwem PFR operacji dystrybucji środków w ramach tarczy finansowej, o szacunkowej wartości 100 mld zł, a więc blisko 5% PKB. Kwota ta, choć jest objęta gwarancjami Skarbu Państwa, nie jest wliczana do kategorii państwowego długu publicznego. Będzie natomiast musiała być w nim uwzględniona w momencie uruchamiania gwarancji, co jest w zasadzie nieuniknione, biorąc pod uwagę przyjęty mechanizm częściowego umarzenia subwencji PFR dla przedsiębiorstw, które są finansowane ze środków pozyskanych w drodze emisji obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa, chyba że dług ten zostanie sfinansowany emisją pieniądza przez bank centralny. Ponadto, poprzez przypisanie PFR nowych prerogatyw w zakresie dystrybucji środków, stanowiących *de facto* element długu publicznego, do podmiotów prywatnych, zatarciu uległa granica kompetencyjna pomiędzy Ministerstwem Finansów a PFR oraz odpowiedzialność instytucjonalna za zarządzanie tą częścią długu publicznego. Wątpliwości może budzić też kwestia nadzoru nad efektywnością wydatkowania środków przez PFR. Można oczeki-

wać, że środki przekazane PFR zostaną wykorzystane do poszerzenia własności państwowej w gospodarce, przy niejasnym sposobie zarządzania tą własnością. Sytuacja ta stanowi też niebezpieczny proceder na przyszłość, gdyż otwiera drzwi do wykorzystywania tego typu mechanizmów do finansowania wydatków budżetu państwa przez bank centralny.

Zniekształcenie obrazu faktycznego zadłużenia państwa jest niebezpieczne zwłaszcza w kontekście ryzyka wystąpienia kryzysu finansowego. Stanowi ono bowiem potencjalne źródło nierównowagi w rozumieniu koncepcji H. Minsky'ego, która może doprowadzić do destabilizacji sytuacji finansowej w przyszłości. Wielkość długu publicznego i przejrzystość procesu zarządzania nim jest z kolei podstawową budową zaufania i wiarygodności władz publicznych, zarówno w kraju, jak i na arenie międzynarodowej.

Wreszcie, co jest swego rodzaju paradoksem, działania antykryzysowe również mogą przyczyniać się do jego pogłębienia w przyszłości, ze względu na swój procykliczny charakter. Dotyczy to zarówno zwiększonych wydatków publicznych oraz spadku dochodów, które łącznie będą zwiększać dług publiczny, zmniejszając wiarygodność państwa, ale także działań ze sfery regulacyjno-nadzorczej. Np. rozluźnienie rygorów kapitałowych, dotyczących ryzyka czy też możliwości odraczania spłat rat kredytów i odsetek z jednej strony stanowią istotną pomoc dla banków i ich klientów obecnie, ale z drugiej strony będą stwarzały dodatkowe problemy w przyszłości, co również winno być uwzględniane w przygotowywanych i realizowanych działaniach antykryzysowych.



Rekomendacje w zakresie ograniczenia ryzyka *credit crunch* w Polsce





Wzrost ryzyka *credit crunch* w Polsce w następstwie pandemii COVID-19 powinien skłonić władze publiczne do podjęcia odpowiednich działań, mających na celu przeciwdziałanie możliwości jego wystąpienia zarówno w bieżącym okresie kryzysowym, ale także zapobieganie podobnym sytuacjom w przyszłości.

Do rekomendowanych przez nas rozwiązań, służących ograniczeniu ryzyka *credit crunch* w Polsce należą:

A) stymulanty strony podażowej rynku kredytowego:

- ▶ wprowadzenie rozwiązań ukierunkowanych na wzmocnienie bazy kapitałowej banków, przy możliwym ograniczeniu ciężaru istniejących wymogów regulacyjnych,
- ▶ uelastycznienie mechanizmu naliczania podatku bankowego w sposób umożliwiający jego wykorzystywanie do sterowania tempem akcji kredytowej, w tym poprzez okresowe obniżenie czy zróżnicowanie poziomu stawek lub zawieszenie jego poboru w okresach kryzysowych, albo poprzez powiązanie go z dochodowością aktywów,
- ▶ zmniejszenie wag ryzyka dla kredytów inwestycyjnych,
- ▶ przeciwdziałanie obserwowanej od kilku lat tendencji spadku zyskowności działalności bankowej, pogłębionej w czasie pandemii COVID-19, obniżającej potencjał sektora bankowego do finansowania bieżących i przyszłych potrzeb gospodarki,

B) stymulanty strony popytowej rynku kredytowego

- ▶ ograniczenie ryzyka kredytowego poprzez stymulowanie wzrostu oszczędności podmiotów gospodarczych, stanowiących naturalny bufor zabezpieczający na czas kryzysu (np. w formie programu promującego posiadanie buforów płynności na poziomie co najmniej 6-krotności miesięcznych wydatków – program powinien być realizowany przy zaangażowaniu państwa, może przyjąć formę ulgi podatkowej od środków zgromadzonych w ramach buforu do określonego poziomu),
- ▶ wprowadzenie programu stymulującego inwestycje przedsiębiorstw, w tym systemu gwarancji kredytów przeznaczonych na finansowanie przedsięwzięć innowacyjnych z zakresu transformacji energetycznej i cyfrowej,
- ▶ wprowadzenie programu stymulującego inwestycje gospodarstw domowych na rynku nieruchomości mieszkaniowych (np. na budowę pierwszego domu lub zakup pierwszego mieszkania).

C) rozwiązania systemowe:

- ▶ wprowadzenia do krajowego systemu instytucjonalno-prawnego modelu AMC (Asset Management Companies) w celu uzyskania efektu skali i wzrostu efektywności w obszarze zarządzania kredytami zagrożonymi, zwłaszcza w związku ze spodziewanym wzrostem ich wolumenu po wygaszeniu programów wsparcia kredytobiorców, finansowanych w ramach tarczy antykryzysowej; ze względu na ograniczoną przestrzeń fiskalną w Polsce, rozwiązaniem zasadnym do wprowadzenia w obecnych warunkach instytucjonalno-rynkowych w Polsce jest utworzenie centralnej instytucji AMC funkcjonującej w formule publiczno-prywatnej (np. przy zaangażowaniu BFG i banków), o wysokich standardach organizacyjno-zarządczych oraz niezależnej od wpływów politycznych, co jest szczególnie ważne w dobie postępującej renacjonalizacji sektora bankowego,
- ▶ przeciwdziałanie pogłębiającemu się problemowi strukturalnemu w zakresie niedopasowania struktury terminowej depozytów i kredytów, w tym poprzez usunięcie barier w emisji listów zastawnych,
- ▶ wzmocnienie bazy kapitałowej BFG, zwłaszcza na wypadek nieoczekiwanych skutków pogorszenia sytuacji finansowej banków o słabej kondycji finansowej, poprzez powiązanie i przeznaczenie całości lub części wpływów budżetowych z tytułu podatku bankowego na jego finansowanie, przy równoczesnym ograniczeniu obciążeń banków z tytułu składek na fundusz gwarancyjny,
- ▶ zwiększenie przejrzystości działania władz fiskalnych w zakresie zarządzania długiem publicznym, w tym wprowadzanie jasnych reguł informowania o faktycznym jego poziomie, wprowadzenie mechanizmów uniemożliwiających przesuwanie długu publicznego poza sektor publiczny i sferę nadzoru społecznego (według schematu zastosowanego w ramach tarczy finansowej PFR), a także weryfikację rozwiązań w zakresie usytuowania PFR w strukturze instytucjonalnej państwa, jego oddziaływania na stabilność systemu finansowego oraz efektywności nadzoru nad dystrybuowanymi przez tę instytucję środkami publicznymi,
- ▶ wprowadzenie rozwiązań zapobiegających narastaniu nierównowag w obszarze niedopasowania struktury terminowej aktywów i pasywów bankowych (w tym zapobiegających odpływowi środków z depozytów terminowych w związku z radykalnym obniżeniem stóp procentowych).

Bibliografia



1. Ari A., Chen S. and Ratnovski L. (2020), The dynamics of non-performing loans during banking crises: a new database, ECB Working Papers, No 2395, Frankfurt am Main.
2. Bernanke B. S., Lown C. S., & Friedman B. M. (1991), The credit crunch. Brookings papers on economic activity, 1991(2), 205–247.
3. BIK (2020a), Newsletter kredytowy BIK – najnowsze dane o sprzedaży kredytów w Polsce, www.bik.pl (data pobrania: 03-07-2020).
4. BIK (2020b), Newsletter kredytowy BIK – lipiec 2020 r., www.bik.pl (data pobrania: 31-07-2020).
5. European Commission (2017), Coping with the International Financial Crisis at the National Level in a European Context: Impact and Financial Sector Policy Responses in 2008–2015.
6. Greenlaw D., Hamilton J. D., Hooper P. and Mishkin F. S. (2013), Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy, NBER Working Paper 19297, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
7. GUS (2020), Koniunktura konsumencka – lipiec 2020 r. (data pobrania: 25-07-2020).
8. Klingebiel, D. (2000), The use of asset management companies in the resolution of banking crises: Cross-country experience. The World Bank.
9. KSF (2020a), Komunikat Komitetu Stabilności Finansowej po posiedzeniu dotyczącym nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym w dniu 15-06-2020, www.nbp.pl, (data pobrania: 20-07-2020).
10. KSF (2020b), Komunikat Komitetu Stabilności Finansowej po posiedzeniu dotyczącym nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym w dniu 13-07-2020, www.nbp.pl, (data pobrania: 25-07-2020).
11. Mishkin F. S. (1999), Lessons from the tequila crisis. Journal of Banking & Finance, 23(10), 1521–1533.
12. Missale A. (2012), Sovereign Debt Management and Fiscal Vulnerabilities, BIS Papers 65, Bank for International Settlements, Basel.
13. NBP (2020a), Raport o stabilności systemu finansowego. Wydanie specjalne: skutki pandemii COVID-19, www.nbp.pl (data pobrania: 03-07-2020).
14. NBP (2020b), Sprawozdanie z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2019 roku, tekst wystąpienia Prezesa NBP wygłoszonego w Sejmie w dniu 23-07-2020 r., www.nbp.pl (data pobrania: 25-07-2020).
15. Owens R. E., & Schreft S. L. (1995), Identifying credit crunches, Contemporary Economic Policy, 13(2), 63–76.
16. PAP Biznes (2020), Banki zawiązały ok. 1 mld zł rezerw na COVID-19 w I kwartale 2020 roku i będą kolejne, <http://biznes.pap.pl> (data pobrania: 25-07-2020).
17. UKNF (2020a), Dane miesięczne sektora bankowego według stanu na 31 maja 2020 r., www.knf.gov.pl (data pobrania: 25-07-2020).
18. UKNF (2020b), Informacja na temat sytuacji sektora bankowego w 2019 r., www.knf.gov.pl (data pobrania: 25-07-2020).



Raport opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego
Fundacji Warszawski Instytut Bankowości



PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY