

**Działalność
antykryzysowa
banków
centralnych**

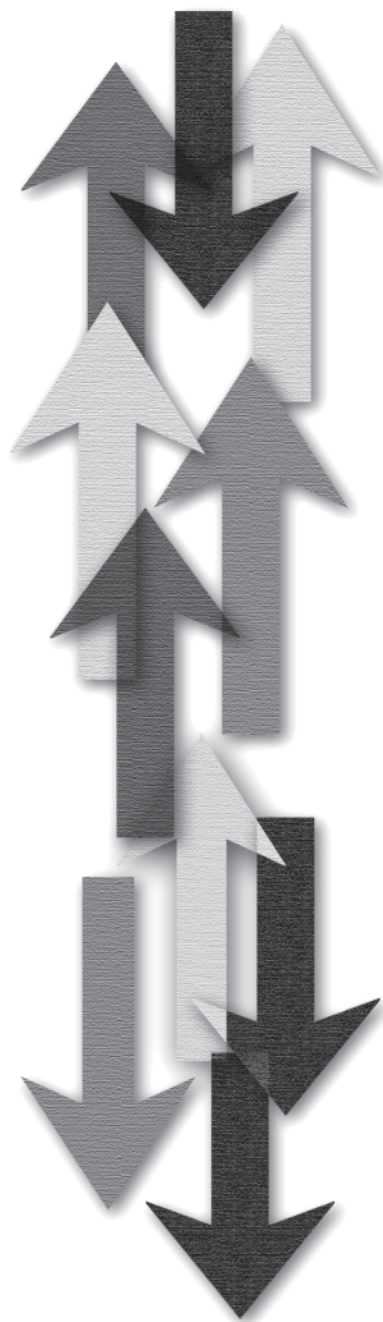
Nr 101
2 0 0 9



BRE BANK SA



**Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych**



Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa

00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA

00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

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

Redakcja naukowa

Ewa Balcerowicz

Sekretarz Zeszytów

Krystyna Olechowska

Autorzy

Mateusz Morawiecki

Jerzy Pruski

Projekt okładki

Jacek Bieńkowski

DTP

SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca

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

Nakładca

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

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

SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM.....	4
WPROWADZENIE	5
DZIAŁALNOŚĆ ANTYKRYZYSOWA BANKÓW CENTRALNYCH W DOBIE GLOBALNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO – <i>Jerzy Pruski</i>	9
DZIAŁALNOŚĆ ANTYKRYZYSOWA BANKÓW CENTRALNYCH A REAKCJE BANKÓW KOMERCYJNYCH – <i>Mateusz Morawiecki</i>	25

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Janusz Artecki		Marcin Murawski	Urząd m.st. Warszawy
Tadeusz Baczek	INE PAN	Andrzej Muszyński	NŻG
Beata Balas-Noszczyk	Lovells	Jarosław S. Myjak	PKO BP
Ewa Balcerowicz	CASE	Marzena Nawrocka	NBP
Agata Biały	TVN	Jarosław Neneman	UŁ
Piotr Boguszewski	UW, NBP	Marek Niechciał	NBP
Andrzej Bratkowski	Polkomtel	Grażyna Niedbalska	PAN
Piotr Bujak	BZ WBK	Krzysztof Olechowska	CASE
Katarzyna Bujalska	BPH	Krzysztof Osiak	Comarch
Piotr Bujnicki	Reuters	Janusz Paczocha	NBP
Dawid Chylaszek	Ernst & Young Polska	Wojciech Paczyński	CASE
Maciej Czechowicz	Fortis Bank	Marta Petka-Zagajewska	Raiffeisen
Marcin Dąbrowski	TVN	Krzysztof Piech	
Marek Dąbrowski	CASE	Thomas Piecha	Instytut im. Fred. Eberta
Maria Dunin-Wąsowicz		Beata Piwowar	PAN INE
Mirosław Dusza	Wydz. Zarz. UW	Marek Porzuc	Telekomunikacja
Ewa Fizyta	SG	Jerzy Pruski	PKO BP
Krzysztof Gacek	PKO BP	Radosław Przybył	McKinsey
Radomir Gibała	EY	Roksana Putron	ISB
Maciej Goniszewski		Piotr Rutkowski	Parkiet
Marcin Grotek	Raiffeisen	Katarzyna Rzentaszewska	INE PAN
Tomasz Gruszecki		Elżbieta Sawicka	PKO BP
Andrzej Halesiak	BPH	Piotr Skrzyński	
Nina Hałabuz	Gazeta Wyborcza	Beata Słomińska	UKIE
Joanna Ignatowska	Urząd m.st. Warszawy	Józef Sobota	NBP
Marzena Imielska	NBP	Jan Stefanowicz	
Jarosław Janecki	SG	Wiesław Stempkowicz	MG
Anna Jaros	Ambasada USA	Janusz Stępnowski	
Franciszek Kaczmarek	Sygnity	Jerzy Strzelecki	Strzelecki Doradztwo
Piotr Kasprzak	NBP	Tradycyjne i Negocjacje	
Stefan Kawalec	Capital Strategy	Piotr Szybiak	PKO BP
Andrzej Kondratowicz	UW, Łazarski	Marek Ślepowroński	KNF
Dariusz Ledworowski	Rabobank	Marta Świerczyńska	NBP
Tomasz Liberda	PKO BP	Krzysztof Telega	BOŚ
Paweł Lipiński	BRE Bank	Anna Trzecińska	PKO BP
Adam Lipowski		Marta Wałdoch	Bloomberg
Paweł Łęcki		Rafał Wolski	NBP
Magda Malinowska	NBP	Barbara Wyczańska	BRE Bank
Krzysztof Marszałek	BHwW	Piotr Zawiślak	Lorells
Anna Marzec	SGH	Beata Zdanowicz	NBP
Janusz Mazur	BHwW	Jerzy Zdrzałka	
Marek Misiak	NŻG	Norbert Żak	BHwW
Mateusz Morawiecki	BZ WBK	Andrzej Żor	

Wprowadzenie

Działalność antykryzysowa banków centralnych była tematem 101. seminarium z cyklu BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem SA w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, w marcu 2009 r. Organizatorzy do wygłoszenia referatów zaprosili: Jerzego Pruskiego, prezesa PKO Banku Polskiego oraz Mateusza Morawieckiego, prezesa Banku Zachodniego WBK.

Zdaniem prof. Marka Dąbrowskiego (CASE) debata o polityce antykryzysowej winna była się zacząć od zdefiniowania terminu kryzys. Czym innym jest polityka, która dzięki działaniom pieniężnym, fiskalnym itd. ma zapobiec (co w przypadku wielu krajów jest już niemożliwe) lub złagodzić skutki spadku sektora realnego, a czym innym polityka, która ma zapobiec, w pewnym stopniu powiązanym ze sobą, kryzysowi walutowemu lub finansowemu. Oba mogą pogłębić spadek sektora realnego. Z kolei głęboka recesja może być dodatkowym czynnikiem, który naruszy stabilność sektora finansowego. Mimo wszystko w perspektywie średnio- i krótkookresowej są to różne priorytety, które wymagają sprecyzowania co jest właściwie priorytetem polityki gospodarczej.

Chociaż dzisiejszy kryzys ma charakter globalny, to jednak dotyczy dwóch różnych typów gospodarek, o czym wielu analityków zdaje się zapominać. Stany Zjednoczone i strefa euro (z pewnymi zastrzeżeniami) to centra światowej gospodarki, natomiast większość pozostałych gospodarek należy określić jako peryferyjne. Gospodarki Wielkiej Brytanii, Szwajcarii, czy Japonii to przypadki pośrednie. Gospodarki amerykańska i Eurolandu emitują waluty transakcyjne, wszystkie pozostałe – wyłącznie waluty krajowe, w dodatku nie mają na nie efektywnego monopolu, bo większość gospodarek ma otwarte rachunki kapitałowe, czyli posiadacze zasobów pieniężnych mają dużą swobodę *de jure* lub *de facto* wyboru w jakiej walucie chcą gromadzić swoje aktywa finansowe. Gospodarki centrów finansowych mają bardzo ograniczoną wrażliwość, jeśli ona w ogóle istnieje, na problem pasywów denominowa-

nych w obcej walucie. Wiadomo, że w Stanach Zjednoczonych nikt lub prawie nikt nie ma pasywów w innej walucie niż w USD, w Eurolandzie dominują pasywa w euro. Natomiast w gospodarkach rynków wschodzących olbrzymi udział w pasywach mają waluty obce a nie krajowe.

Sytuacja wobec kryzysu w światowych centrach gospodarczych jest zupełnie inna niż w pozostałych krajach. W Stanach Zjednoczonych po upadku Lehman Brothers i po załamaniu się systemu pośrednictwa finansowego nastąpił wzrost popytu na pieniądź rezerwowy, na USD i w pewnym stopniu na euro. Powodem było załamanie szerszych agregatów pieniężnych, ale także wycofywanie się z innych stref walutowych ze względu na wzrost percepcji ryzyka operowania aktywami innych krajów, w tym na przykład Polski. Działalność Fed, szczególnie dotyczącą ilościowego rozluźnienia polityki pieniężnej, należy ocenić jako słuszną, bo efektem ma być zmniejszenie skali załamania płynności w gospodarce światowej. Co prawda brakuje odpowiedzi na wiele pytań szczegółowych, na przykład czy Fed dysponuje systemem analitycznym i prognostycznym, który pozwala określić jak głębokie ma być poluzowanie, czy łatwo będzie się z niego wycofać, co zostanie w bilansie Fed i kto będzie dokonywał *bail out*. Czy inne banki centralne powinny naśladować politykę Fed? Nie. Spada bowiem popyt na ich waluty, czego dowodem spadek kursów większości walut gospodarek wschodzących. Sztuczne kursy walutowe, jak wskazuje praktyka np. łotewskiego czy litewskiego *currency board*, wiążą się z ogromnym ilościowym zmniejszeniem agregatu pieniądza rezerwowego. Czy zatem stabilizacja odpływu kapitału jest posunięciem słusznym, czy nie? Wydaje się, że poszukując odpowiedzi na to pytanie powinniśmy zrezygnować z doświadczeń Wielkiego Kryzysu, które wydają się być nieadekwatne do obecnej sytuacji gospodarek spoza światowych centrów gospodarczych, a raczej posiłkować się doświadczeniami kryzysów walutowych *emerging markets* w latach 90. XX wieku. Odpowiedź na pytanie o stabilizację odpływu kapitału nie jest jednoznaczna. W przypadku bowiem krajów posiadających ogromne rezerwy walutowe (np. Chiny czy Rosja, Indie) do pewnego stopnia stabilizacja odpływu kapitału jest pożądana. W innych przypadkach kwestia stabilizacji odpływu kapitału stoi pod znacznie większym znakiem zapytania, bo sterylizacja podsyca presję przeciwko danej walucie, po prostu ułatwia konwersję zasobów pieniężnych w walucie danego kraju w inne waluty np. USD czy EUR, a tym samym potęguje nacisk na deprecjację danej waluty. Kraj, który nie ma zobowiązania instytucjonalnego typu *currency board* lub polityki sztywnego kursu wobec jakiejś waluty może dopuścić deprecjację, tym bardziej że może ona pomóc sektorowi realnemu, szczególnie eksportowemu w skompensowaniu skutków spadku globalnego popytu. Jest jednak pewne „ale”. Pojawia się kwestia pasywów w walutach obcych, która, jak się wydaje, została empirycznie przećwiczona na polskiej gospodarce. Początkowo, jesienią ubiegłego roku, większość podmiotów gospodarczych była zadowolona, że złoty słabnie, szczególnie do poziomu z lata 2008 r. Ale bardzo szybko pokazały się problemy, które, przynajmniej w skali makro, po dzień nie są właściwie identyfikowane. Przykładowo, nagle pojawił się problem opcji walutowych, którego nie byłoby bez deprecjacji. To samo dotyczy pasywów w frankach szwajcarskich przy kredytach mieszkaniowych. Kolejną barierą makroekonomiczną jest bariera inflacyjna. Być może deflacja, albo

przynajmniej przejściowy okres spadku cen, bo nie każdy spadek jest przecież deflacją, grozi gospodarce amerykańskiej, natomiast zapewne generalnie nie grozi gospodarkom naszego regionu, przynajmniej gospodarkom, które nie mają sztywnego kursu. Ponieważ deprecjacja waluty będzie ograniczała spadek inflacji. Dopiero po przedyskutowaniu kwestii wielkości pola manewru w zakresie polityki pieniężnej – to samo zresztą dotyczy polityki fiskalnej – można zastanawiać się nad zastosowaniem konkretnych instrumentów finansowych. Stopy procentowe wobec tego, co dzieje się na rynku nie tylko w Stanach Zjednoczonych i Europie, ale i w Polsce tracą swoje znaczenie. Część ekonomistów natomiast twierdzi, że można obniżyć stopy, bo przecież nie mają wpływu na kurs. Jeśli nie mają wpływu na kurs, to nie mają też wpływu na gospodarkę. Nie ma więc sensu zajmowania się nimi. Jeśli mają wpływ na gospodarkę, to muszą mieć wpływ na kurs, na płynność itd. Jest to więc nieco posegmentowane widzenie rzeczywistości.

Również obaj paneliści zwracali uwagę, że instrument stopy procentowej jest mało skuteczny i że rynkowe stopy procentowe zachowują się jakby niezależnie od stopy, którą wyznacza bank centralny. J. Pruski (PKO BP) stwierdził, że działanie poprzez kanał stóp procentowych jest bardzo słabe. Obaj paneliści nie postulowali ani obniżki, ani utrzymywania niskich stóp procentowych, ale optowali za działaniami, które miałyby ułatwić, albo zwiększyć ilościowy transfer środków z banku centralnego do systemu bankowego.

Zdaniem M. Morawieckiego skuteczność narzędzi proponowanych przez polski bank centralny jest niewielka. Wpływ narzędzi na akcję kredytową banków będzie bardzo ograniczony. Warto przeanalizować, czy konieczne jest podejmowanie takich działań. Co najwyżej mogą poprawić wyniki finansowe banków (*de facto* ich właścicieli), ale ich wpływ na realną gospodarkę będzie niewielki. Kluczowa z punktu widzenia gospodarki jest sytuacja przedsiębiorstw, które są odcinane od finansowania, stwierdził Stefan Kawalec (Capital Strategy), a nie sytuacja właścicieli banków. Zacieśnienie kredytu, przede wszystkim obrotowego, może spowodować bankructwo wielu przedsiębiorstw. Z powodu braku kredytu inwestycyjnego przedsiębiorcy raczej nie bankrutują, wstrzymują jedynie inwestycję odkładając jej realizację. Przedsiębiorca, który w normalnych warunkach nie miałby żadnych problemów i miałby bardzo dobre perspektywy kredytowe w tej chwili może stracić wypłacalność. Należy rozważyć warianty skutecznych działań, żeby ten obraz zmienić.

Jaki wzrost akcji kredytowej byłby pożądanym? Zdaniem Andrzeja Bratkowskiego (Polkomtel) nie potrafimy go oszacować. Kryzys finansowy na świecie zaczął się od złych kredytów, czyli błędów w alokacji. A więc bez restrukturyzacji gospodarki, która wycofuje się z błędnych alokacji nie może być mowy o długofalowym wzroście gospodarczym. Polska nie miała drastycznych błędów alokacyjnych, ale zmiana w otoczeniu gospodarczym oznacza, że polska gospodarka też będzie musiała przejść pewną restrukturyzację. Restrukturyzacja gospodarki rynkowej ma określoną formułę. Po pierwsze, wycina się

to, co ewidentnie nierentowne. Druga fala uderza również w firmy rentowne. Dopiero po uspokojeniu gospodarka może ruszyć do przodu. Może się okazać, że w dłuższym okresie zablokujemy wzrost gospodarczy, jeśli za wszelką cenę będziemy go podtrzymywać. O ile za granicą reakcja wycofywania się z różnego rodzaju inwestycji przybrała historyczną formę i, rzeczywiście, potrzebne były działania hamujące tę historię, o tyle w Polsce takiej konieczności nie widać. W Polsce spowolnienie gospodarcze nie jest bowiem efektem *credit crunch*, tylko jest efektem zewnętrznych zmian w strukturze i poziomie popytu. I związana z tym kwestia, czyli pokusa nadużycia (*moral hazard*). Mniej więcej rok temu wolumen depozytów w bankach działających w Polsce był mniejszy niż wolumen kredytów, a mimo to żaden z banków nie zastanawiał się nad problemem płynności. Jeśli rok temu banki były tak lekkomyślne, to jak bardzo będą lekkomyślne, jeśli dostarczymy im wszystkich instrumentów, których dzisiaj się domagają? Czy to przypadkiem nie będzie tak, że całe zarządzanie ryzykiem będzie jedynie fasadą? Że będą skłonne jedynie do minimalnych działań wymuszonych przez nadzór finansowy?

Polska gospodarka ma to szczęście, podkreślił M. Morawiecki, że nierównowaga w gospodarce, czyli większy wolumen kredytów niż wielkość zgromadzonych depozytów, nastąpiła niedawno, więc jest ona nieduża. Według S. Kawalca szczęściem dla polskiej gospodarki jest płynny kurs, który spowodował deprecjację polskiej waluty i mimo problemów i ograniczeń, omówionych przez M. Dąbrowskiego, w dłuższej perspektywie jest to bardzo istotny czynnik poprawiający sytuację naszej gospodarki i amortyzujący skutki recesji na rynkach eksportowych.

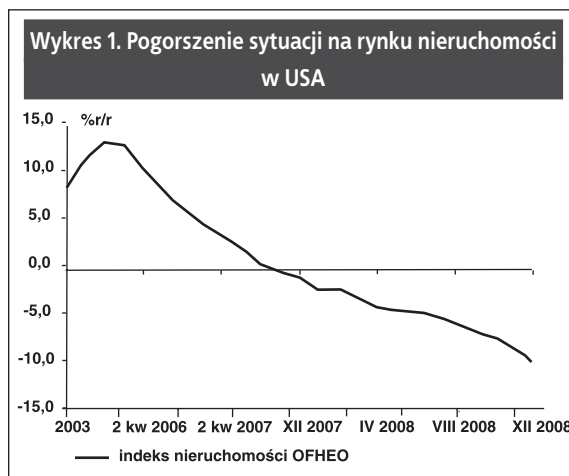
S. Kawalec uważa, że ograniczenia omówione przez M. Dąbrowskiego sprawiają, że Polska nie ma manewru w polityce fiskalnej. Niezależnie od oceny, czy fiskalne stymulowanie gospodarki byłoby skuteczne, czy nie, próby generowania dodatkowych wydatków, które miałyby być finansowane przez deficyt budżetowy mogłyby skończyć się drastyczną zwyżką oprocentowania polskiego długu publicznego. I mogłyby się okazać, że w wariacie optymistycznym – cały przyrost deficytu pójdzie na pokrycie zwiększonych kosztów obsługi, a w wariacie pesymistycznym – generowanie dodatkowych wydatków mogłyby się zakończyć kryzysem walutowym, gdyby się okazało, że rząd nie jest w stanie fizycznie pożyczyć tyle, ile potrzebuje.

Działalność antykryzysowa banków centralnych w dobie globalnego kryzysu finansowego

Część pierwsza opracowania omawiająca globalny kryzys sektora finansowego nie jest próbą wyjaśnienia ani przyczyn, ani złożoności tego procesu. Raczej jest wskazaniem kilku elementów, które pomogą czytelnikowi zrozumieć strategię działania trzech wybranych przez autora banków centralnych, czyli Rezerwy Federalnej (Fed) w USA, Europejskiego Banku Centralnego oraz Banku Anglii.

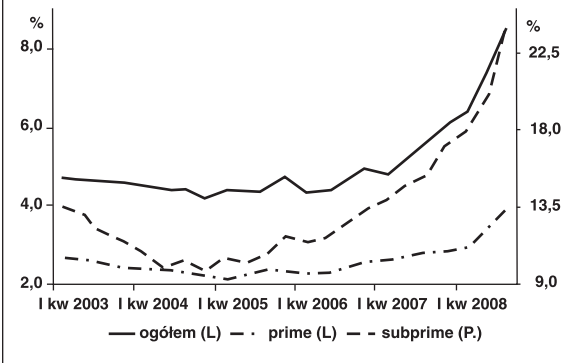
1. Globalny kryzys sektora finansowego

Jesienią 2007 r. wyraźnie ujawnił się kryzys rynku instrumentów finansowych powiązanych z rynkiem kredytów hipotecznych. Gwałtowne pogorszenie się sytuacji na amerykańskim rynku nieruchomości jest ściśle skorelowane z pogorszeniem jakości obsługi kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych.



Zobrazowane wykresami 1 i 2 zjawiska, tj. informacje o problemach w spłacalności kredytów hipotecznych subprime przy weryfikacji oczekiwań wzrostu cen nieruchomości wywołały początek ogromnych perturbacji na rynkach finansowych. Pierwszą reakcją na te zjawiska była m.in. gwałtowna wyprzedaż i spadek cen obligacji, dla których zabezpieczeniem były właśnie kredyty hipoteczne. (wykres 3)

Wykres 2. Odsetek niespłaconych terminowo kredytów hipotecznych w USA

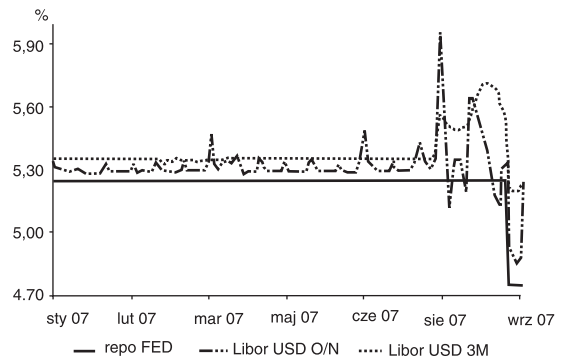


Gwałtowna wyprzedaż i spadek cen tych instrumentów, co w konsekwencji skutkowało znaczącymi stratami finansowymi podmiotów posiadających takie aktywa, wpłynęła negatywnie na rynek międzybankowy. Mechanizm kryzysu rynku międzybankowego polegał na gwałtownym ograniczeniu transakcji między instytucjami, gdyż wzrosły obawy, że kontrahenci nie będą w stanie regulować swoich zobowiązań w warunkach znaczących strat z tytułu posiadanych instrumentów opartych na kredytach hipotecznych. Tym samym gwałtownie wzrósł koszt pozyskania takiego finansowania na rynku międzybankowym, a w przypadku dłuższych terminów pożyczek transakcje przestały być zawierane. Podejmowane na bardzo szeroką skalę działania banków centralnych dostarczania takich pożyczek (*de facto* zastąpienie przez banki centralne rynku międzybankowego) ograniczało koszty pozyskania tego finansowania, jednak bardzo poważne kłopoty z normalnym funkcjonowaniem rynków międzybankowych obserwowane są od początku sierpnia 2007 r. i trwają nadal.

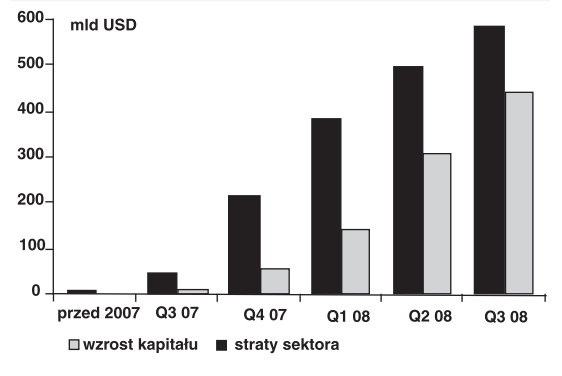
Straty sektora bankowego na świecie są ogromne, liczone w setkach miliardów dolarów. Według do-

stępnych danych osiągnęły one kwotę 600 mld USD. Zostały pokryte wzrostem kapitału, który wciąż nie dorównuje tej gigantycznej stracie.

Wykres 3. Perturbacje na rynku międzybankowym – potrzeba zachowania płynności oraz wzrost *counterparty risk*

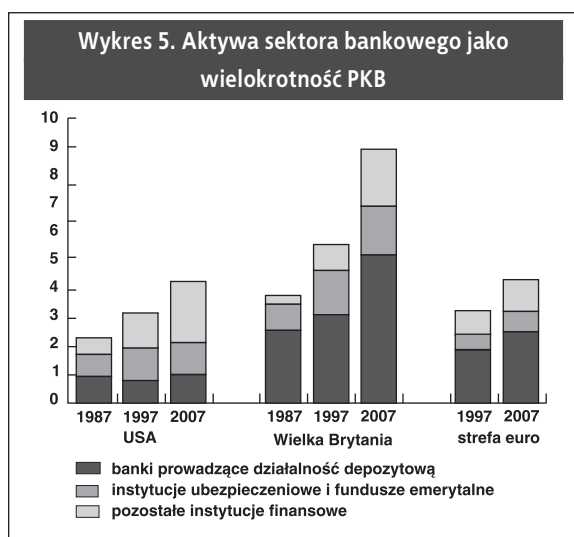


Wykres 4. Rosnąca skala strat sektora bankowego na świecie



Sam kryzys zapoczątkowała wyprzedaż instrumentów powiązanych z rynkiem kredytów hipotecznych. Wykres 5 pokazuje środowisko, w którym narastała nierównowaga w światowym systemie finansowym, a która ostatecznie doprowadziła do obecnego kryzysu, czyli rozwój sektora bankowego przez gwałtowny wzrost sumy bilansowej.

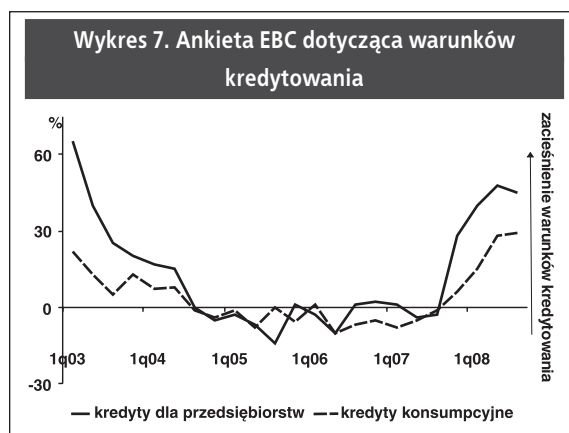
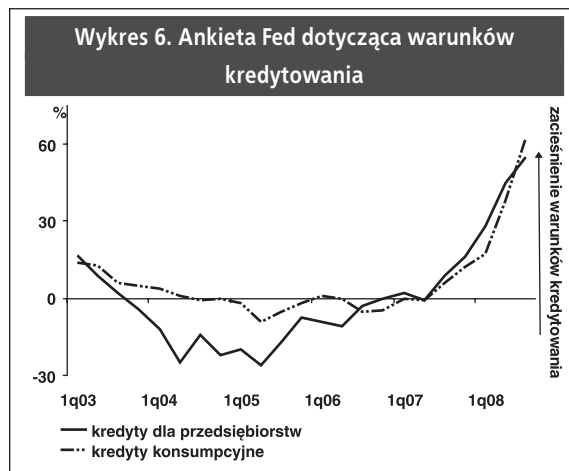
Relacja aktywów sektora finansowego do PKB nie tylko jest wysoka, ale w niektórych krajach gwałtownie się zwiększyła w ostatniej dekadzie. W Stanach Zjednoczonych aktywa były czterokrotnie wyższe niż PKB; w Wielkiej Brytanii prawie dziewięciokrotnie, zwiększając swą wartość prawie dwa razy w ciągu ostatnich dziesięciu lat; w strefie euro wzrost wielkości aktywów do PKB jest nieco wolniejszy, ale wciąż bardzo wysoki.



Kryzys finansowy spowodował więc kryzys dotychczasowego scenariusza wzrostu sektora bankowego, czyli dynamicznego wzrostu aktywów opartego na zadłużeniu, niskiej płynności i wysokiej zależności od finansowania z rynku hurtowego.

Do najważniejszych wyzwań i zagrożeń, które są konsekwencją kryzysu światowych finansów niewątpliwie należy zaliczyć proces delewarowania światowych finansów oraz na wskroś pesymistyczne informacje o coraz silniejszym ograniczaniu przez banki akcji kredytowej – zjawisko

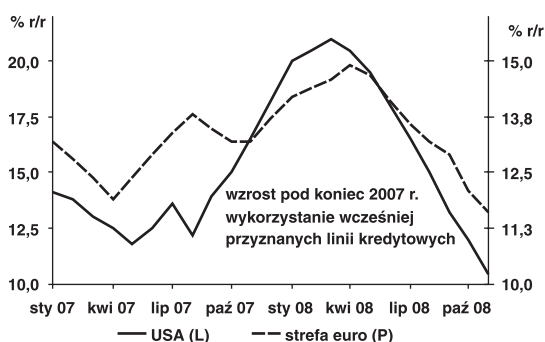
credit crunch. Efektem są zaostrzające się warunki kredytowania, z jakimi spotykają się przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe na rynku kredytowym.



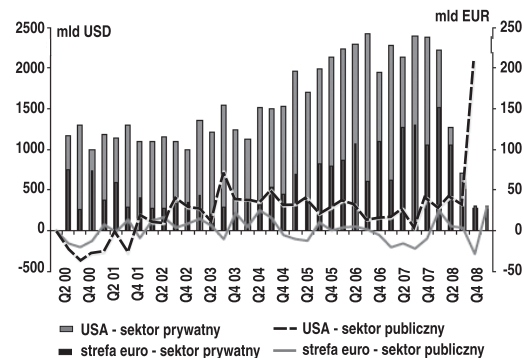
Proces zaostrzania warunków kredytowania przenosi się na dynamikę kredytu, która gwałtownie maleje – zarówno w USA jak i strefie euro.

W II połowie 2008 r. zmiany zobowiązań kredytowych (w ujęciu kwartalnym) sektora prywatnego i publicznego uległy gwałtownemu załamaniu.

Wykres 8. Kredyty dla przedsiębiorstw



Wykres 9. Zmiany zobowiązań kredytowych sektora prywatnego i publicznego (zmiana kwartalna)

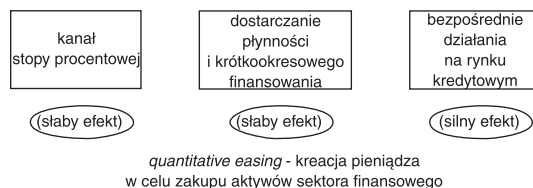


Mimo gwałtownego załamania w końcu 2008 r. (wykres 9), gwałtownie rośnie aktywność sektora publicznego, który zajmuje miejsce malejącej aktywności sektora prywatnego.

2. Polityka pieniężna Fed

Wykres 10 ilustruje ocenę różnych instrumentów i działań antykryzysowych banków centralnych. Punktem odwołania jest bank centralny Stanów Zjednoczonych.

Wykres 10. Coraz mniej „standardowe” działania polityki pieniężnej



Najsilniejszym kanałem oddziaływania na gospodarkę jest kanał bezpośredniego oddziaływania amerykańskiego banku centralnego na rynek kredytowy. W domyśle można powiedzieć, że jest to kanał, w którym bank centralny podjął decyzję o zwiększeniu pieniądza rezerwowego w gospodarce. Zwiększenie może dokonywać się w różny sposób, ale najsilniejsze uderzenie ma miejsce wtedy, gdy rośnie ilość pieniądza rezerwowego, który jest jednocześnie „wpuszczany” do przedsiębiorstw, które w ten sposób kredytuują się w banku centralnym.

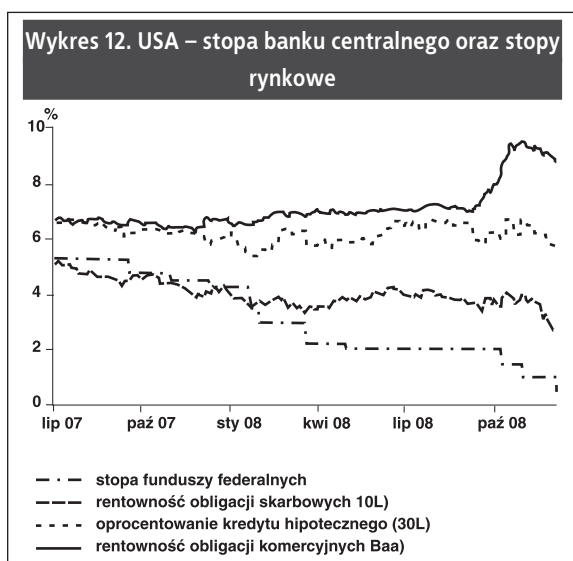
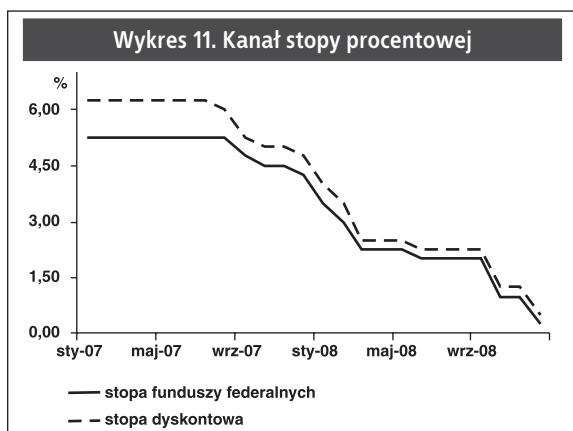
Kanał stopy procentowej jest niewątpliwie ważnym instrumentem, chociaż jego skuteczność maleje w każdym z rozpatrywanych w opracowaniu krajów. Natomiast dostarczanie płynności krótkookresowej, o której tyle w Polsce się mówiło, ma również słaby aspekt makroekonomiczny. Nie jest to instrument predysponowany do tego typu działań. Spełnia inne cele. Dlatego jego wpływ na działalność makroekonomiczną jest słaby i ograniczony.

Wydaje się, że to, co będziemy obserwowali w miarę rozwoju sytuacji, w miarę zmian polityki poszczególnych banków, to uzupełnianie podstawowego instrumentu banku centralnego, czy-

li stopy procentowej, nowym instrumentem – kreacją pieniądza.

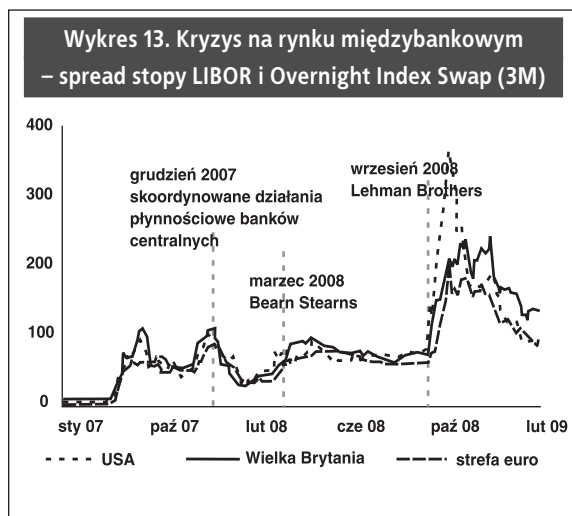
2.1. Kanał stopy procentowej

Początkowo, jesienią 2007 r., system rezerwy federalnej reagował w standardowy sposób, tak jak się reaguje w czasie recesji, czyli wprowadzając kolejne redukcje stopy funduszy federalnych i stopy dyskontowej. Stopy procentowe bardzo szybko spadają – właściwie do poziomu prawie bliskiego zera (grudzień 2008 r.).



2.2. Dostarczanie płynności sektorowi bankowemu

Mimo gwałtownego spadku stóp procentowych, rentowność obligacji skarbowych zaczęła spadać i wciąż jest słabo skorelowana ze spadkiem stóp procentowych. Oprocentowanie obligacji komercyjnych, a właściwie spready, istotnie rosną w stosunku do oprocentowania banku centralnego. Tak samo się dzieje z oprocentowaniem kredytu hipotecznego. Chociaż bank centralny obniża stopy procentowe (czego nie należy utożsamiać z nieskutecznością), to działanie to ma niewielki wpływ na przekładanie się stopy overnight na długookresowe stopy w gospodarce, co widać bardzo wyraźnie w polityce stosowanej przez Fed. Dlatego dosyć szybko nastąpiła zapowiedź możliwości skupowania obligacji skarbowych przez system rezerwy federalnej, uzupełnienia instrumentów o inne instrumenty płynnościowe. System rezerwy federalnej rozpoczął bardzo szeroki program wzmocnienia/zasilania płynności gospodarki.



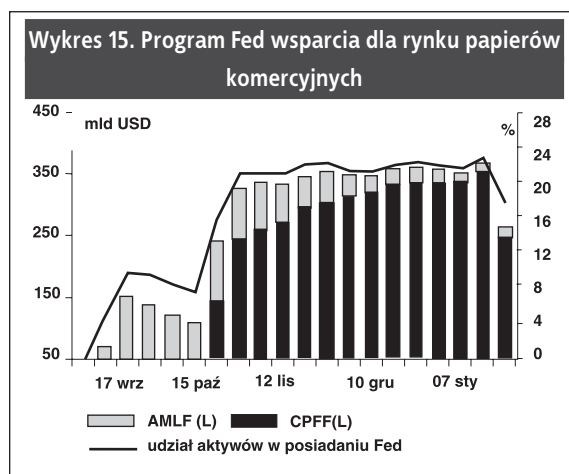
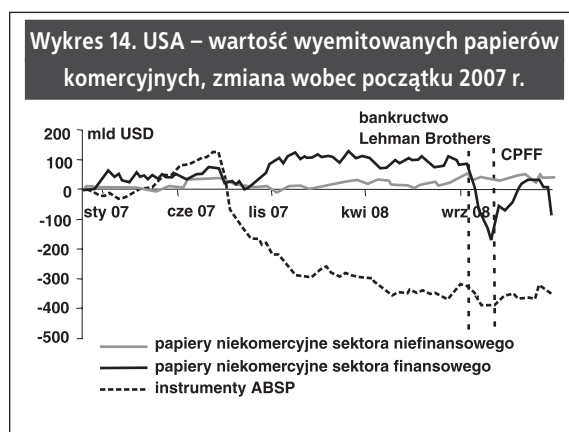
Zasilanie szybko przekształciło się w takie instrumenty, które wcześniej nie były stosowane, a jeśli były, to na bardzo niewielką skalę. Przede wszystkim zwiększono zakres zabezpieczeń przyjmowanych przez system rezerwy federalnej, przyjmowano bardziej ryzykowne papiery w porównaniu z obligacjami skarbowymi. Dopuszczono inne podmioty niż banki do operacji otwartego rynku oraz uruchomiono różne linie swapowe.

W obliczu dysfunkcyjności rynku międzybankowego uruchomiono następujące operacje płynnościowe: (a) operacje repo (jesień 2007); (b) nowe programy: TAF *Term Auction Facility* (grudzień 2007) pożyczki dla banków w systemie aukcyjnym przy szerszym zakresie przyjmowanych zabezpieczeń; TSLF *Term Security Lending Facility* (marzec 2008) krótkookresowe pożyczki obligacji skarbowych pod zastaw bardziej ryzykownych zabezpieczeń (poszerzenie o mało płynne aktywa); PDCF *Primary Dealer Credit Facility* (marzec 2008) modyfikacja programu okna dyskontowego poprzez dopuszczenie także banków nieprowadzących działalności depozytowej, poszerzenie zakresu zabezpieczeń; linie swapowe (grudzień 2007) transakcje FX-swap pomiędzy bankami centralnymi w celu zapewnienia płynności dolarowej instytucjom spoza USA w ramach transakcji z krajowymi bankami centralnymi.

2.3. Dostarczanie krótkoterminowego finansowania

Kiedy jesienią 2008 r. nastąpiło nasilenie kryzysu, wówczas krótkoterminowe finansowanie w warunkach załamania rynku *commercial papers* i ABCP wsparło: CPFF *Commercial Paper*

Funding Facility (październik 2008) skup emitowanych przez instytucje finansowe krótkoterminowych papierów komercyjnych oraz AMLF *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility* (wrzesień 2008) pożyczki Fed dla instytucji bankowych przeznaczone na współfinansowanie zakupu papierów ABCP emitowanych przez fundusze rynku pieniężnego.

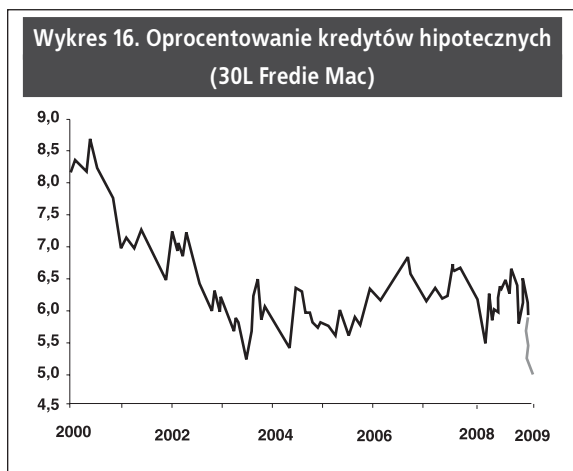


Mimo zasilania gospodarki w krótkookresową płynność, nadal obserwujemy proces nasilania się kryzysu gospodarczego. Co oznacza odcięcie sektora finansowego od różnego rodzaju źródeł finansowych widać bardzo wyraźnie na wykre-

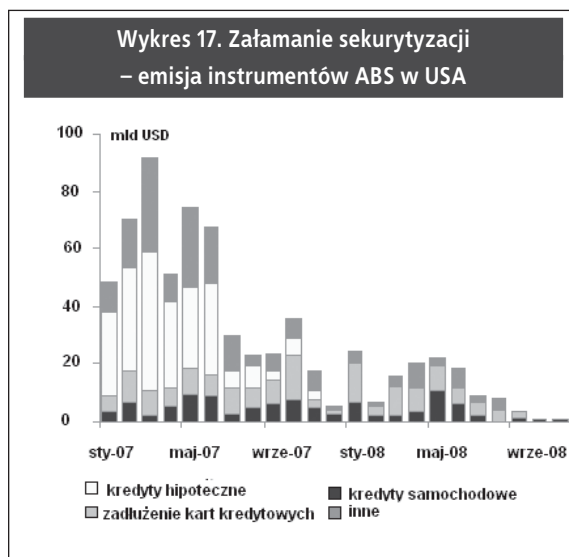
sie14. Jeżeli zniknął rynek na instrumenty zabezpieczone aktywami, to wartość emitowanych papierów gwałtownie uległa załamaniu, nie są już emitowane a jedynie wykupywane.

2.4. Reaktywacja rynku kredytowego

Amerykański bank centralny wkroczył na rynek, podjął bezpośrednie działania. Dlaczego? Próbuje replikować rynki, które przestały istnieć. To samo zresztą dzieje się w Europie, gdzie EBC próbuje oddziaływać na trzymiesięczną stopę procentową, aby odbudować rynek krótkookresowych papierów, emitowanych przez różne instytucje, który wcześniej służył finansowaniu ekspansji sektora finansowego.



Mimo skutecznych działań w zakresie dostarczania płynności, pogłębiało się załamanie rynku kredytowego. Oprocentowanie nie malało mimo zasilania w płynność i interwencji banku centralnego. Dopiero zakup obligacji GSE i MBS (grudzień 2008 r.) na rynku kredytów hipotecznych doprowadził do obniżenia stóp procentowych.



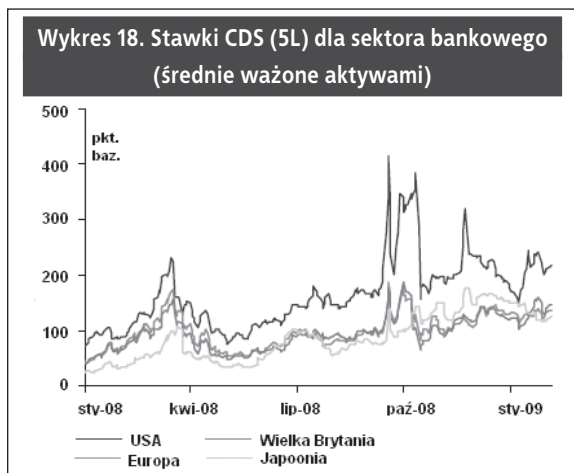
Kolejna działalność banku centralnego, kiedy załamały się programy sekurytyzacji różnych instrumentów to TALF *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, czyli zapowiedź Fed skupu instrumentów ABS zabezpieczanych kredytami konsumenckimi – wsparcie dla rynku pożyczek konsumpcyjnych. Wykres 17 wyraźnie wskazuje, co oznacza załamanie się sekurytyzacji różnych instrumentów w Stanach Zjednoczonych. Potężne emisje, po 100 mld USD, czyli źródło finansowania sektora finansowego/gospodarki wygasło w ciągu 1,5 roku.

Efektem światowego kryzysu finansowego jest odcinanie kolejnych rynków (niekiedy nazywane hurtowymi), które wcześniej służyły ekspansji aktywów sektora finansowego.

2.5. Pierwsze efekty działań Fed

Chociaż nadal utrzymuje się bardzo trudna sytuacja sektora bankowego, to obawy dotyczące niewypłacalności sektora bankowego i powrotu kry-

zysu systemowego z października 2008 r. są słabsze. Jednak wyzwania są nadal poważne. CDS-y bardzo wyraźnie wzrosły (najbardziej w Stanach Zjednoczonych) w odniesieniu do całego sektora finansowego, właściwie we wszystkich centrach finansowych świata.

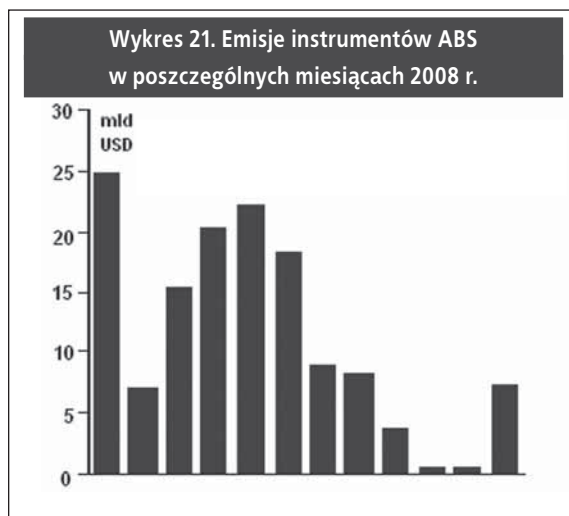
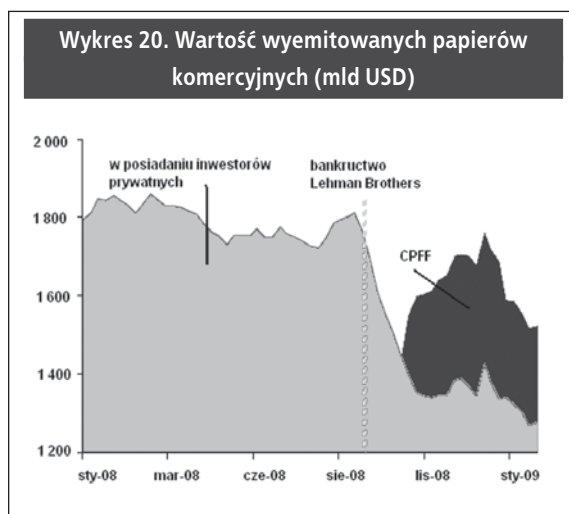
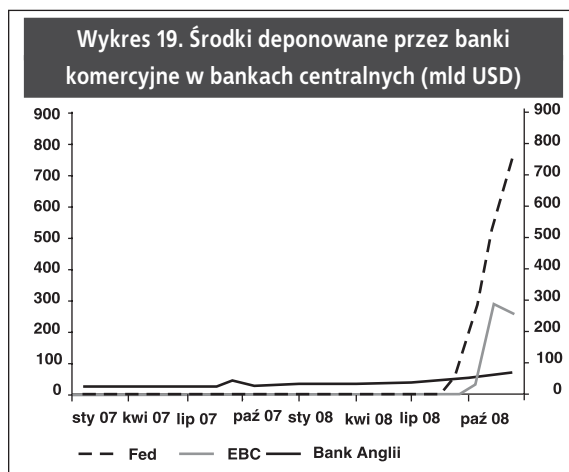


Wykres 19 wskazuje na poprawę wskaźników płynności sektora bankowego przy utrzymującym się problemie braku zaufania i wzroście ryzyka kredytowego.

Obok zagwarantowania krótkoterminowego finansowania obserwujemy pierwsze sygnały pewnego ożywienia popytu sektora prywatnego na papiery komercyjne.

Polityka odbudowy poszczególnych rynków w Stanach Zjednoczonych zaczęła przynosić efekty, ale wciąż wiele rynków nie istnieje.

Niepewność, brak zaufania, ogromne ryzyko związane z rentownością i płynnością sektora bankowego musiały się przenieść na rynek międzybankowy. Stąd banki centralne bardzo



aktywnie replikowały ten rynek, aby nie dopuścić do załamania się krótkookresowej płynności, żeby nie doszło do systemowego załamania w sektorze finansowym w wyniku krótkookresowych problemów płynnościowych. Wszystkie banki centralne bardzo gwałtownie weszły na rynek międzybankowy, a banki komercyjne wykorzystały sytuację w ten sposób, że część środków, które uzyskiwały w operacjach otwartego rynku z powrotem deponowały w bankach centralnych.

Warto na to zwrócić uwagę zwłaszcza w kontekście dyskusji toczącej się w Polsce, w której podkreśla się, że tego typu działalność banku centralnego jest niecelowa, bo „i tak banki komercyjne będą trzymały pieniądze w banku centralnym”. Jednak, jak się wydaje, w pewnym stopniu takie działanie jest nieuniknione, ponieważ bank centralny replikuje przecież rynek międzybankowy.

Zmiana sytuacji polega jedynie na tym, że teraz partnerem banków na rynku międzybankowym stał się bank centralny. Nie można też się dziwić, że banki komercyjne część uzyskanej płynności z powrotem kierują do banku centralnego. Bank centralny jest przecież zdecydowanie bardziej wiarygodny od każdej innej instytucji. Warto zwrócić uwagę, że tego typu polityka będzie miała konsekwencje dla efektywności funkcjonowania czy efektywności ekonomicznej banków, ponieważ utrzymywanie tak wysokich nadwyżek w banku centralnym z reguły łączy się z dodatkowym kosztem, czyli takim kosztem utrzymywania płynności, który nie występował dotychczas.

2.6. Program stabilizacji sektora finansowego

W lutym br został ogłoszony w Stanach Zjednoczonych program Geithnera, czyli program stabilizacji sektora finansowego. Zakłada on między innymi wspólne działania Departamentu Skarbu i banku centralnego. Przewiduje współfinansowanie programu *Public-Private Investment Fund* zapewniającego skupowanie oraz pomoc w finansowaniu podmiotów prywatnych kupujących tzw. toksyczne aktywa; wstępne szacunki skali funduszu to 500 mld USD z możliwością jego rozszerzenia do 1 bln USD. Program przewiduje też zwiększenie kwoty przeznaczonej na program TALF do 1 bln USD z wstępnie planowanych 200 mld USD. Realizacja dotychczasowych i planowanych działań implikowałaby wzrost bilansu Fed do 3–4 bln USD (blisko 50% PKB). W ogłoszonym 3 marca br. komunikacie Fed zapowiedział, że rozpoczęcie programu TALF nastąpi 25 marca br. Po ogłoszeniu komunikatu pojawiły się spekulacje, że Fed może rozpocząć emisję długu banku centralnego. Efektem emisji długu byłoby ograniczenie wzrostu bilansu banku, zmiana jego struktury – zobowiązania z tytułu emisji długu zamiast części nadwyżkowych rezerw banków komercyjnych.

Nadrzędnym celem wszelkich działań banku centralnego Stanów Zjednoczonych jest zagwarantowanie stabilności sektora finansowego oraz wzrost podaży pieniądza rezerwowego. Fed stabilizuje nastroje na rynkach finansowych (obniżki stóp procentowych i podejmowanie nowych działań w warunkach wzrostu awersji do ryzyka). Nie dopuszcza do upadłości banków dzięki do-

starczaniu krótkoterminowej płynności i finansowania dla sektora bankowego. Bardzo ważny jest udział banku centralnego w dostarczaniu płynności przy dokapitalizowaniu banków przez rząd amerykański – przykładem kredytowanie w obliczu ryzyka upadłości Bear Stearns i AIG. Istotne jest także obniżenie kosztów finansowania i kredytu w warunkach gwałtownego wzrostu rynkowej ceny kredytu (oprocentowanie kredytów hipotecznych, rentowności CP, ABCP, oraz pośrednio obligacji komercyjnych).

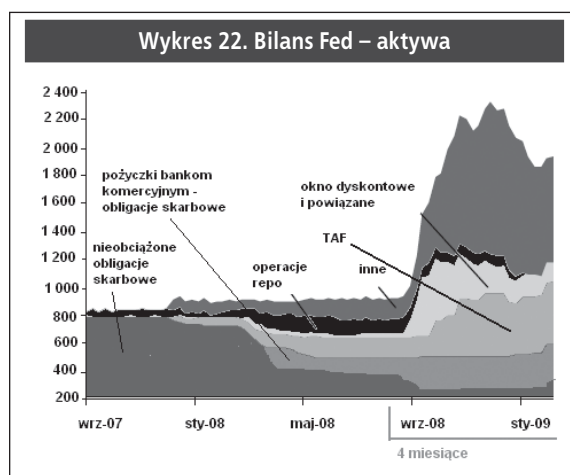
Następuje również wsparcie sektora finansowego – także niebankowego – skupowanie instrumentów finansowych sektora prywatnego (CPFF, AMLF) oraz ożywienie rynku kredytowego (płynność, finansowanie, ożywienie sekurytyzacji).

2.7. Bezprecedensowe działania w porównaniach międzynarodowych i historycznych

Fed, na razie, nie wykupuje papierów skarbowych na rynku wtórnym, natomiast dostarcza dodatkowej podaży pieniądza rezerwowego wykupując aktywa bankowe. W ten sposób wzmacnia gospodarkę i przeciwdziała zjawisku *credit crunch*.

Suma bilansowa Fed (wykres 22) w dwa miesiące została powiększona o 100 proc. (wzrost bilansu Fed o ponad 1 bln USD do blisko 25% PKB). Działanie takie świadczy o skali reakcji banku centralnego Stanów Zjednoczonych na kryzys, zjawisko *credit crunch* oraz załamanie finansów w 2008 r. Realizacja programu Geithnera oznacza, że w ciągu kilku, może kilkunastu miesięcy suma bilansowa banku centralnego

zwiększyłaby się czterokrotnie. Jest to bardzo aktywne działanie banku centralnego, aby nie dopuścić do zbyt gwałtownego załamania relacji aktywów sektora finansowego do PKB. Inaczej mówiąc, jest to próba utrzymania pod racjonalną kontrolą nieuchronnego procesu delewarowania gospodarki, aby recesja nie była głębsza niż miało to wcześniej miejsce.

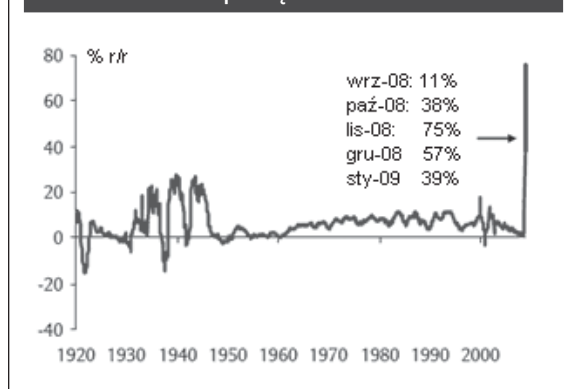


Niezwykle ciekawy wydaje się wykres 23 ilustrujący reakcję Fed poprzez wzrost pieniądza rezerwowego MO. Reakcja niespotykana w normalnych czasach. Widać wyraźnie, że bank centralny uznał, że mechanizm stopy procentowej (którego się nie zarzuciło) przestał skutecznie oddziaływać na gospodarkę. W Polsce, niestety, przesłanie to nie znajduje zwolenników. Oddziałując na gospodarkę Fed sięga po szeroki wachlarz instrumentów, pomoc spoza sektora bankowego (*commercial papers*), linie swapowe z bankami centralnymi, także krajów wschodzących.

Warto przypomnieć, że ekonomiści powszechnie uznają, że załamanie pieniądza z czasów Wielkiego Kryzysu (zwłaszcza w roku 1929 i 1931 r.)

spowodowało gwałtowne zaostrenie zjawisk kryzysowych w dobie Wielkiej Depresji. Dopiero wyjście z systemu waluty złotej (gold standard) umożliwiło bankom aktywne zarządzanie. Te, które szybciej opuszczały system gold standard, łatwiej wychodziły z Wielkiej Depresji.

Wykres 23. USA – dynamika wzrostu podaży pieniądza MO

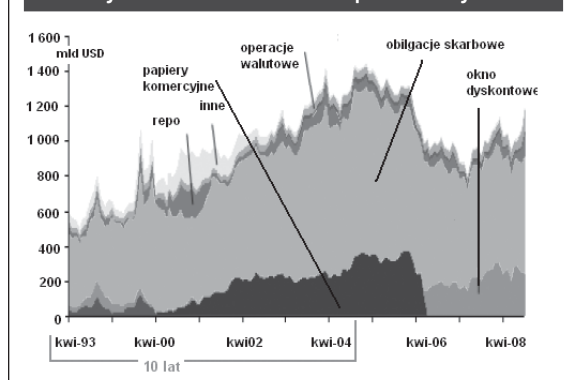


2.8. Quantitative easing – USA vs. Japonia

Podobna sytuacja w jakiej znalazły się dzisiaj Stany Zjednoczone miała miejsce w Japonii w latach 90. XX wieku. Aż dziesięć lat bank centralny Japonii usiłował zwiększyć sumę bilansową. Działania Banku Japonii w ramach polityki zerowych stóp procentowych i *quantitative easing*, niestety, trzeba ocenić jako mało skuteczne, ponieważ bank centralny Japonii jedynie dostarczał sektorowi odpowiedniej bazy płynnościowej, co nie przekształciło się jednak w większą akcję kredytową.

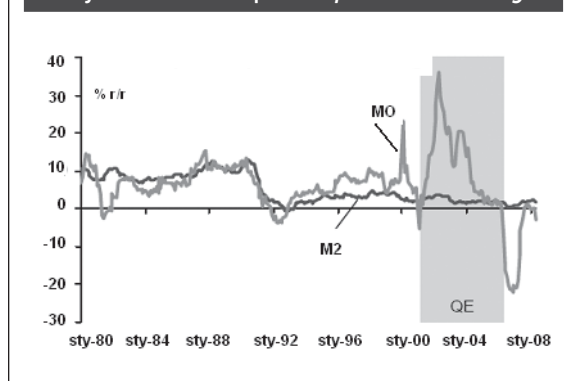
Wydaje się, że dzisiaj poszukując dróg wyjścia z kryzysu, Amerykanie kierują się nie tylko interpretacjami monetarnymi Wielkiego Kryzysu, ale i naukami wynikającymi z doświadczeń Japonii.

Wykres 24. Bilans Banku Japonii – aktywa



Fed ma na pewno większą szansę na skuteczność działań ze względu na bezpośrednie działania w szczególności na rynkach kredytowych, szybkość działań, skalę oraz ponoszenie większego ryzyka, a także ocenę efektów *credit easing* i *quantitative easing*. Ciekawym rozwiązaniem proponowanym przez Fed jest uzupełnienie prostego zwiększania podaży pieniądza rezerwowego reaktywowaniem rynków kredytowych poprzez zakup emitowanych instrumentów (*commercial papers*, zapowiedź skupu ABS-ów) określone przez Bernankego, prezesa Fed, jako *credit easing* (wypowiedź ze stycznia 2009). Wprowadza pieniądź rezerwy wykupując wierzytelności kredytowe z bilansów banków komercyjnych.

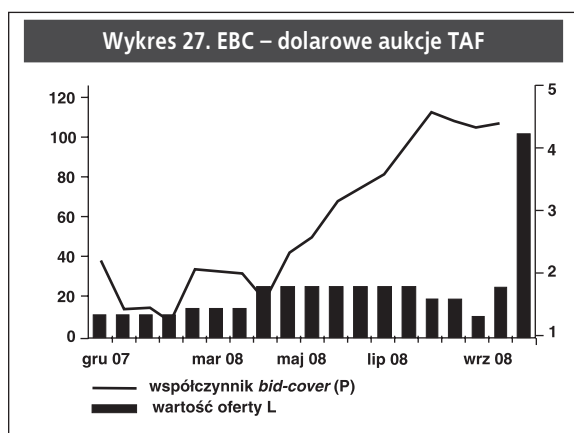
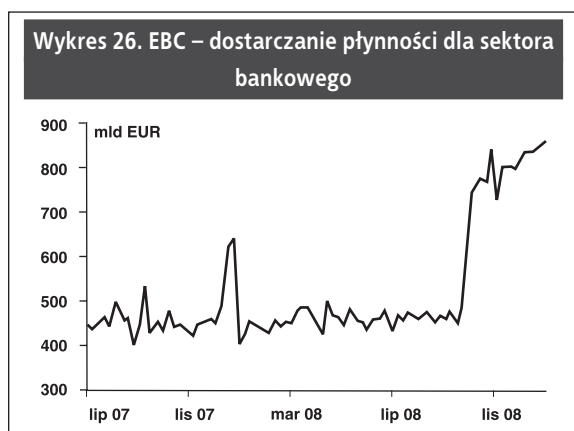
Wykres 25. Bank Japonii – quantitative easing



W ten sposób bank centralny staje się ostatecznym kredytodawcą dla przedsiębiorstwa. Wydaje się, że jest to najsilniejsze narzędzie w rękach Fed oddziaływania na gospodarkę oraz przeciwdziałania *credit crunch* i załamaniu się popytu.

3. Europejski Bank Centralny

Działania podjęte przez EBC są podobne do amerykańskich, choć dotychczas nie poszły tak daleko. W miarę pogarszania się sytuacji, podjęto następujące działania: (a) dostarczanie płynności, czyli skokowy wzrost skali operacji otwartego rynku (jesień 2007) oraz nieograniczona ilość środków



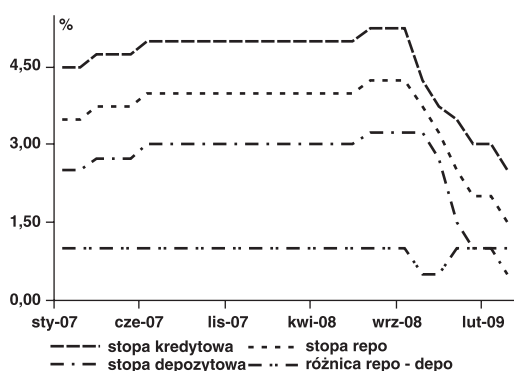
płynnych przy stałej stopie procentowej w ramach Main Refinancing Operations (jesień 2008); (b) dostarczanie płynności walutowej, czyli dolarowe aukcje TAF linie swapowe z Fed i innymi bankami centralnymi (jesień 2008); (c) poszerzenie zakresu instrumentów jako zabezpieczenia dla transakcji z bankiem centralnym (jesień 2008).

Widać wyraźnie (wykres 26), że bank centralny Europy nie jest zniechęcony tym, że połowa przyrostu tych środków z powrotem wraca do banku centralnego. Operacje zasilające sektor bankowy w płynność są prowadzone bardzo intensywnie. Celem tych operacji jest przede wszystkim wpływ na trzymiesięczną stopę procentową, aby odbudować rynki, które wcześniej finansowały aktywa sektora bankowego.

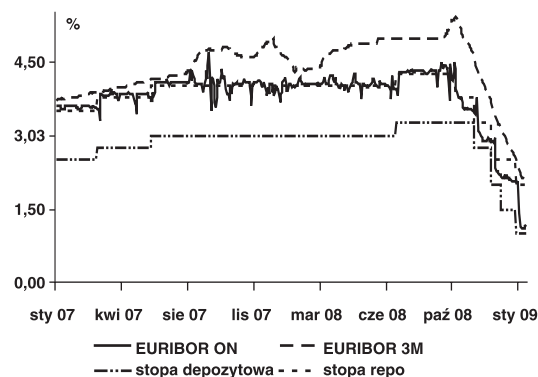
3.1. Kanał stopy procentowej

Instrumenty zapewniające dostarczanie płynności ECB uzupełnia obniżkami stóp procentowych. Czasami obniżał stopę depozytową od swoich operacji, najprawdopodobniej po to, by w stosownym momencie obniżyć stopę rynkową. W sytuacji, gdy nadwyżki płynności są z powrotem lokowane w banku centralnym, a bank centralny nie stosuje aktywnej polityki absorpcji tych środków, wówczas stopa referencyjna zbliża się do stopy depozytywnej i faktyczną krótkookresową stopą procentową (overnight) banku centralnego staje się stopa depozytowa a nie referencyjna. Z analizy wykresu 29 wynika, że przed kryzysem stopa referencyjna oscylowała wokół stopy repo, w sytuacji kryzysowej – spada do stopy depozytywnej, a ta z kolei jest w korytarzu wahań stóp procentowych na rynku międzybankowym.

Wykres 28. Kanał stopy procentowej



Wykres 29. Stopy EBC i rynku międzybankowego



3.2. Nasilające się oczekiwania na podjęcie niestandardowych działań

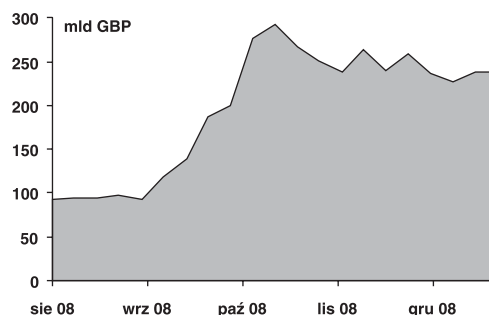
Coraz częściej i głośniejsz dyskutuje się w Europie o potrzebie uzupełnienia stopy procentowej innym narzędziem finansowym, czyli wzrostem podaży pieniądza. W ostatnich tygodniach nasiliła się debata medialna dotycząca możliwości podjęcia działań niestandardowych (elementy *quantitative easing*), przy coraz mniejszej rezerwie przedstawicieli EBC, co warto odnotować, wobec takich działań. Dyskutowane są także możliwości skupu obli-

gacji skarbowych na rynku wtórnym, przy kontynuacji operacji dostarczania płynności bankom komercyjnym. Dyskutuje się także o mniejszym zakresie działań w ramach *credit easing* przy większych ograniczeniach statutowych skupu papierów sektora komercyjnego oraz zdecydowanie mniejszej zależności sektora przedsiębiorstw od finansowania na rynku hurtowym (najistotniejsze źródło finansowania – kredyt bankowy). W najbliższych miesiącach przewidywane są również dalsze redukcje stóp procentowych (poziom 1,00% dla stopy repo implikowałoby 0% dla stopy depozytowej, w okolicach której kształtuje się stopa overnight – *de facto* oznaczałoby to obniżenie stóp procentowych do poziomu bliskiego 0%).

4. Bank Anglii

A jak reaguje na kryzys bank centralny Anglii? Trzech miesięcy potrzebował bank, by jego suma bilansowa ze 100 mld GBP w sierpniu 2008 r. wzrosła do 300 mld GBP i, co istotne, utrzymuje się na poziomie 250 mld GBP. Nic innego to nie oznacza jak gwałtowny wzrost podaży pieniądza.

Wykres 30. Bilans Banku Anglii



Bank Anglii, wzorem innych banków, w tym Fed, stosuje różne instrumenty zasilania systemu w krótkookresową płynność. Te przeróżne operacje zmierzają do zabezpieczenia płynności sektora bankowego, żeby w coraz większym stopniu oddziaływać na coraz dłuższy horyzont, w jakim banki centralne mogą posiadać płynność.

Część z tych operacji podobna jest do działań Fed jak na przykład:

- redukcja stopy procentowej do historycznie niskiego poziomu 0,50% (marzec 2009),
- od początku kryzysu operacje dostarczania płynności,
- wdrożenie operacji *long-term repo* od końca 2007 r., od października 2008 r. systematyczne operacje banku centralnego,
- systematycznie poszerzana pula aktywów akceptowanych jako zabezpieczenie w transakcjach z bankiem centralnym,
- *special liquidity scheme* (kwiecień 2008 r.) – transakcje swapowe z bankami komercyjnymi: wymiana instrumentów MBS o wysokiej ocenie ratingowej na obligacje skarbowe (1-letnie z możliwością przedłużenia na 3 lata),
- nieograniczona podaż płynności dolarowej (październik 2008),
- *discount window facility* program pożyczek obligacji skarbowych przy szerokiej puli akceptowanych zabezpieczeń (październik 2008 r.).

Część z kolei działań Banku Anglii zmierza w kierunku *quantitative easing*. Na przejście do polityki *quantitative easing* wskazywał komunikat po marcowym posiedzeniu banku centralnego: „łagodzenie polityki monetarnej poza kanałem stopy procentowej nakierowane na zwiększenie podaży pieniądza”. Inne działania podobnego typu to:

- *Asset Purchase Facility* – program skupu instrumentów rynkowych: papierów komercyjnych, obligacji komercyjnych w tym obligacji emitowanych przez sektor bankowy (druga połowa stycznia 2009 r.),
- najczęściej wskazywana w analizach potrzeba ożywienia rynku instrumentów emitowanych przez przedsiębiorstwa.

Na początku marca 2009 r. *The Daily Telegraph* (03.03.2009 r.) poinformował, że bank centralny zachęcany jest do zwiększenia podaży pieniądza poprzez wydrukowanie pieniądza rezerwowego w kwocie 150 mld GBP. A dwa dni później Bank Anglii potwierdził, że nie tylko obniża stopę procentową, ale zwiększa podaż pieniądza o 75 mld GBP przeznaczonych na skup papierów skarbowych oraz korporacyjnych instrumentów dłużnych (w ramach *APF*).

W komunikacie z posiedzenia 5 marca br. bank informuje, że „do pewnego stopnia, w niektórych sytuacjach niskie stopy procentowe mogą mieć znaczenie odwrotne niż to, które powszechnie uznawano za słuszne”.

5. Kryzys finansowy na rynkach rozwiniętych a polityka banków centralnych

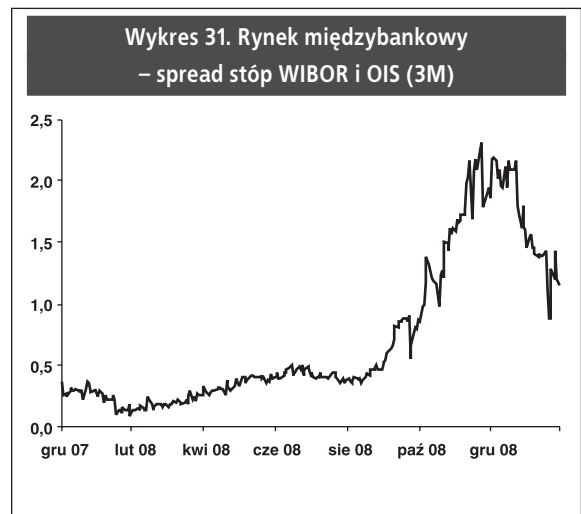
Od początku kryzysu banki centralne przejęły zasadniczy ciężar działań i związane z tym ryzyko zarządzania kryzysem finansowym. Jak się wydaje, prowadzą bardzo rozsądną i odpowiedzialną politykę, w której cel „stabilizacja cen” z całą pewnością w praktyce został uzupełniony o cel „stabilizacja systemu finansowego”. Gdyby nie aktywna rola banków centralnych – głównych ośrodków finansowych świata, załamanie gospodarki światowej byłoby nieporównywalnie większe. W tych krajach, które są emitentem światowego pieniądza rezerwowego widać wyraźnie, że ekspansywna polityka banku centralnego związana z podażą pieniądza jest uzupełniana ekspansywną polityką fiskalną. Nie należy więc zakładać, że wszystkie kraje będą mogły bez wysokich kosztów – zgodnie z dotychczasową praktyką – finansować deficyty budżetowe.

Zakres wykorzystywanych narzędzi przez banki centralne jest różny i zależy od skali kryzysu, jednak nasilanie się kryzysu w ostatnich miesiącach i nasilanie działań pomocowych banków centralnych zmniejsza te różnice, które i tak mają charakter drugorzędny. Przywoływane bowiem w tym opracowaniu banki centralne uznały, że najlepszą metodą przeciwdziałania zbyt gwałtownemu zjawisku *credit crunch* oraz delewarowaniu gospodarki jest aktywna rola banku centralnego, która sprowadza się do: (1) zasilania sektora finansowego w krótkookresową płynność, aby uniknąć ryzyka z brakiem rozliczeń w systemie finansowym i z załamaniem się płyn-

ności w jednym z banków, ale nie z fundamentalnych powodów, ale krótkookresowych rozliczeń oraz (2) zwiększania podaży pieniądza rezerwowego.

Polska – wpływ kryzysu na krajowy rynek międzybankowy i płynność sektora bankowego

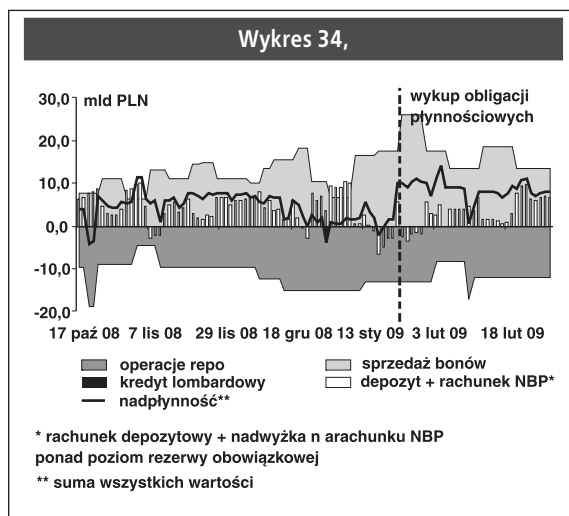
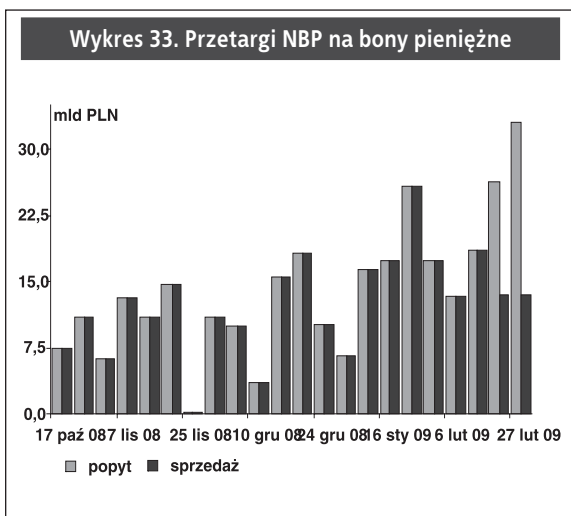
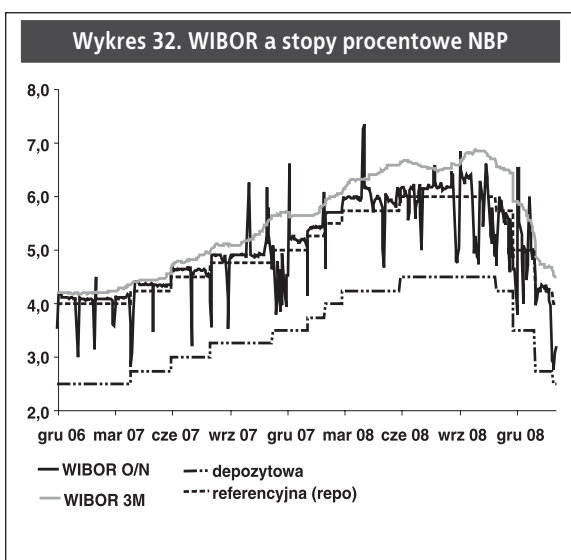
Do niedawna wielu ekspertów było przekonanych, że polska gospodarka będzie izolowana od kryzysu na światowych rynkach. Percepcja ta była dość powszechna do jesieni ubiegłego roku. Punktem zwrotnym była upadłość Lehman Brothers. Mamy podobne zjawiska, które występują w gospodarce światowej.



Przenoszenie się kryzysu finansowego na polski rynek spowodowało następujące działania NBP:

- uruchomienie operacji dostarczania płynności w ramach operacji otwartego rynku (jesień 2008)

- operacje typu swap walutowy z bankami komercyjnymi dla walut: EUR, USD, CHF w warunkach trudności banków w pozyskaniu środków na rynku międzybankowym (jesień 2008)
- wykup obligacji płynnościowych przez NBP przed terminem ich zapadalności (styczeń 2009)
- zapowiedź obniżenia stopy rezerwy obowiązkowej.



Wyraźnym efektem działania NBP był spadek stopy referencyjnej, która z poziomu 6% spadła do 4%. Bank centralny, po pewnym czasie trwania kryzysu, zaakceptował, że popyt banków komercyjnych na bony pieniężne nie będzie w pełni zaspokajany. Warto także odnotować wykup obligacji, które wcześniej polski bank centralny wyemitował. Uruchomiono również okienko płynnościowe krótkookresowe, ale do niedawna nie było widać jednoznacznej polityki NBP dotyczącej operacji otwartego rynku pieniężnego. Obserwator mógł odnieść wrażenie, że bank centralny zachowuje się tak, jak w latach 2005–2007.

Wydaje się, że działania NBP są dalece niewystarczające. Odbiegają od praktyk stosowanych przez banki centralne centrów finansowych świata. Wydaje się też, że bank centralny powinien w sposób pilny uzupełnić instrument stopy procentowej (który staje się tak samo mało skuteczny jak w innych gospodarkach świata) o zwiększenie podaży pieniądza rezerwowego.

Działalność antykryzysowa banków centralnych a reakcje banków komercyjnych

Wprowadzenie

Od kilku miesięcy polska gospodarka doświadcza szoku związanego z globalnym kryzysem, którego rdzeniem jest paraliż rynków kredytowych i destabilizacja systemu finansowego. Problemy systemu finansowego w najbardziej rozwiniętych krajach przekładają się na sytuację krajowych instytucji finansowych. Polski sektor bankowy rykoszetem odczuwa również pogorszenie perspektyw rozwoju sytuacji w sferze realnej gospodarki, którego główną przyczyną jest silne ograniczenie popytu zagranicznego. Co miesiąc docierają do nas słabe dane makroekonomiczne z kraju i z zagranicy, pogarszają się prognozy na kolejne kwartały.

Wybuch globalnego kryzysu i zagrożenie jego skutkami dla polskiej gospodarki wywołało reakcję polskiego banku centralnego. Analizując reakcję polskich banków komercyjnych na działania antykryzysowe krajowych władz monetarnych powsta-

je jednak pytanie, czy zakres dotychczas podjętych działań jest wystarczający, a także, czy działania banku centralnego są odpowiednio skoordynowane z krokami podejmowanymi przez rząd i Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

1. Działania antykryzysowe polskiego banku centralnego

Dotychczasowe działania antykryzysowe polskiego banku centralnego można pogrupować w trzy kategorie:

1. Wsparcie płynnościowe dla banków
2. Obniżenie podstawowych stóp procentowych
3. Wpływ na zachowanie kursu złotego

Pierwsza z wymienionych grup działań obejmuje wprowadzenie „Pakietu zaufania” Narodowego Banku Polskiego (NBP) oraz wykup obligacji NBP. „Pakiet zaufania” został przedstawiony oficjalnie kierownictwu banków komercyjnych 14 października 2008 r. i stopniowo wdrożony w kolejnych tygodniach. Celem działań zawartych w „Pakiecie zaufania” było przywrócenie sprawności działania międzybankowego rynku pieniężnego poprzez wzrost wzajemnego zaufania uczestników tego rynku. W ramach pakietu przewidziano następujące działania:

- prowadzenie zasilających operacji otwartego rynku w formie operacji repo o okresie zapadalności do 3 miesięcy,
- wprowadzenie operacji SWAP-ów walutowych,
- wprowadzenie depozytu walutowego jako zabezpieczenia kredytu refinansowego,
- wprowadzenie modyfikacji w systemie operacyjnym kredytu lombardowego, obejmujące:
 - zmniejszenie *haircut*’u przy określeniu wartości poziomu zabezpieczeń kredytu lombardowego
 - rozszerzenie listy aktywów mogących stanowić zabezpieczenie dla kredytu lombardowego w NBP
- utrzymanie emisji 7-dniowych bonów pieniężnych, jako głównego instrumentu sterylizacji nadpłynności,
- wprowadzenie – jeśli będzie taka potrzeba – większej częstotliwości operacji otwartego rynku tak, aby móc elastycznie reagować na zmia-

ny płynności i stabilizować stopę POLONIA wokół stopy referencyjnej.

Oprócz implementacji „Pakietu zaufania”, NBP dokonał również wykupu wyemitowanych przez siebie obligacji, co zasiłowało sektor bankowy kwotą około 8 mld zł. Ponadto, przedstawiciele banku centralnego zapowiedzieli możliwość obniżenia stopy rezerw obowiązkowych, co dałoby sektorowi bankowemu dodatkową płynność również na kwotę około 8 mld zł.

Wraz ze wsparciem płynnościowym, Rada Polityki Pieniężnej (RPP) dokonywała redukcji podstawowych stóp procentowych NBP. W sumie, na comiesięcznych posiedzeniach od listopada do lutego stopy procentowe zostały obniżone o 200 pb, stopa referencyjna z 6% do 4%. Ponadto, po lutym posiedzeniu większość członków Rady zasugerowała kontynuację obniżek stóp.

Poza działaniami antykryzysowymi w zakresie wsparcia płynnościowego dla banków oraz polityki stóp procentowych, polski bank centralny dostrzegł również potrzebę ograniczenia negatywnych skutków dużych wahań i gwałtownej deprecjacji kursu złotego. Próby wpływu na kurs krajowej waluty obejmowały oświadczenie prezesa NBP o gotowości polskiego banku centralnego do podjęcia działań (skoordynowanych z innymi bankami centralnymi w regionie) w celu uniknięcia niekorzystnego wpływu wahań kursowych na gospodarkę, a także przypomnienie w komunikacie RPP, zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej*, że w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego z płynnym kursem istnieje możliwość interwencji walutowych.

2. Reakcja banków komercyjnych

W związku z dotychczasowymi działaniami NBP banki realizowały przede wszystkim cele w zakresie utrzymania płynności.

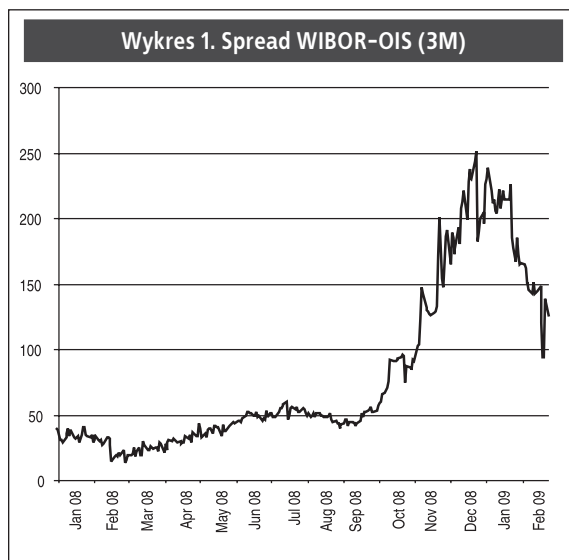
Ponadto, niezależnie od działań NBP oraz realizacji pakietu stabilizacyjnego przez Komitet Stabilności Finansowej, banki skoncentrowały się na działaniach związanych z:

- zapewnieniem zdywersyfikowanych źródeł finansowania aktywów,
- wzmocnieniem bazy kapitałowej,
- poprawą procesów zarządzania jakością portfela kredytowego.

2.1. Płynność

Wsparcie płynnościowe NBP niewątpliwie przyniosło pozytywne skutki w zakresie płynności na krajowym rynku międzybankowym. Nastąpił między innymi spadek premii za ryzyko płynności, odzwierciedlonej w różnicy między stawkami referencyjnymi WIBOR a stawkami OIS. Obrazuje to poniższy wykres dla odpowiednich stawek o terminie 3-miesięcznym.

Przy wsparciu płynnościowym NBP, polski sektor bankowy wykazuje dużą nadpłynność w krajowej walucie, ale należy zwrócić uwagę, że charakterystycznym zjawiskiem jest koncentracja płynności w wybranych bankach. Banki z dużą płynnością nadal wykazują się małym apetytem na ryzyko kredytowe pozostałych banków. Efektywne funkcjo-



nowanie krajowego rynku pieniężnego ogranicza się do pożyczek międzybankowych na maksymalnie 1-miesięczny termin. Przy wciąż nieprawidłowo funkcjonującym rynku międzybankowym, nie wszystkie banki mają dostęp do środków umożliwiających prowadzenie akcji kredytowej. Tym samym nieefektywna redystrybucja płynności w systemie bankowym prowadzi do wzrostu zapotrzebowania banków na finansowanie aktywów złotych drogimi depozytami detalicznymi i korporacyjnymi, co z kolei negatywnie wpływa na rentowność sektora. Taka sytuacja powoduje (jako jeden z kilku czynników), że przełożenie wsparcia płynnościowego NBP na pobudzenie akcji kredytowej można ocenić jako mało skuteczne. Szczególnie, że instrumenty wsparcia płynnościowego w złotych w ramach „Pakietu zaufania” są mało elastyczne. Wiąże się to przede wszystkim z faktem, że ograniczony jest wybór terminów transakcji przeprowadzanych z NBP, a także nie ma możliwości przeprowadzania transakcji z bankiem centralnym z inicjatywy banków komercyjnych.

Chociaż w zakresie płynności w złotych nadal istnieje duże pole do działania dla NBP, to najważniejszym problemem polskiego sektora bankowego jest niewystarczająca płynność w walutach zagranicznych. Kwestia ta negatywnie wpływa na ocenę stabilności finansowej krajowego sektora bankowego i całej gospodarki. Płynność w walutach obcych jest kluczowa dla finansowania obecnych pozycji banków w aktywach denominowanych w walutach obcych nawet przy zastosowaniu przez dużą część banków konserwatywnego podejścia i braku udzielania nowych kredytów w walutach obcych. W tym kontekście, niekorzystne warunki swapów walutowych NBP i negatywne podejście KNF do banków korzystających z operacji walutowych swap w NBP zmuszają polskie banki do drogiego finansowania na międzynarodowych rynkach pieniężnych. Zagraniczne banki zawyżają ceny rynkowych swapów dla polskich banków, wykorzystując fakt, że wycena operacji swap NBP bazuje na stopie depozytowej NBP, która nie odzwierciedla rzeczywistego kosztu pozyskania na rynku środków w złotych. Ponadto, podobnie jak w przypadku transakcji zasilających w płynność w złotych, wadą operacji walutowych swap jest mało elastyczne podejście NBP (standardowo tylko 7-dniowy termin transakcji swap, brak możliwości transakcji z inicjatywy banków). Poza tym, w kontekście płynności w walutach obcych istotne jest zachowanie kursu złotego. Deprecjacja złotego powoduje, że banki zmuszone są angażować coraz większe środki w złotych w pozyskiwanie płynności w walutach obcych.

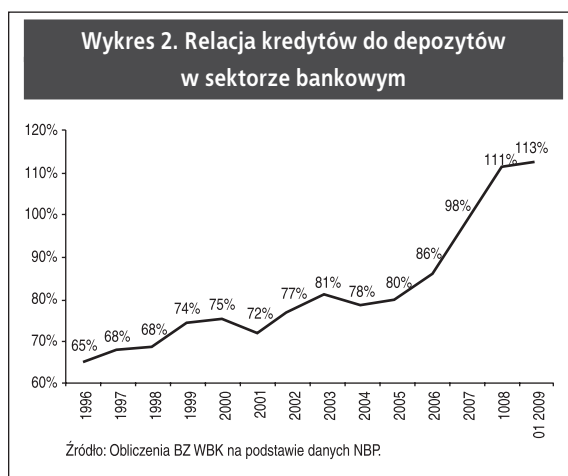
Podsumowując sytuację polskiego sektora bankowego w zakresie płynności, dynamiczny wzrost akcji kredytowej w ostatnich latach zwiększył uzależnienie sektora bankowego od innych źródeł finansowania ak-

tywów niż depozyty, tj. od hurtowego rynku międzybankowego oraz od finansowania zagranicznego.

Mimo pewnej poprawy płynności na rynku hurtowym, związanej m.in. z działaniami NBP, sytuacja płynnościowa banków pozostaje trudna z uwagi na:

- niedopasowanie struktury bilansu (terminowej i walutowej),
- deprecjację złotego zwiększającą złotową wartość aktywów w walutach obcych, a więc także środków potrzebnych do ich finansowania,
- znacznie utrudniony dostęp do finansowania zagranicznego,
- gwałtowny wzrost ceny depozytów.

Istotnym wskaźnikiem sytuacji płynnościowej w sektorze bankowym jest relacja wielkości kredytów do depozytów. W obliczu dynamicznego przyrostu akcji kredytowej w Polsce w latach 2005–2008 wskaźnik ten w krajowym sektorze bankowym wzrósł z poziomu ok. 80% na ko-



niec 2005 roku do 113% w styczniu 2009 roku (wykres 2). Presję na jego wzrost powoduje w ostatnich miesiącach deprecjacja złotego, która zwiększa złotą wartość kredytów denominowanych w walutach obcych, dla których nie ma wystarczającego pokrycia w depozytach walutowych.

2.2. Zarządzanie ryzykiem

Zarządzanie ryzykiem jest kluczowym aspektem działalności bankowej. Pierwszą odpowiedzią banków na dynamicznie zmieniające się otoczenie makroekonomiczne było zaktualizowanie oceny kluczowych ryzyk w działalności bankowej. Zmieniła się ocena istotności poszczególnych ryzyk oraz wpływu ryzyka na bezpieczeństwo finansowe banków. Poszczególne banki zweryfikowały maksymalny poziom ryzyka, które mogą i chcą akceptować (apetyt na ryzyko). Na podstawie zweryfikowanego profilu ryzyka skorygowane zostały wewnętrzne limity ryzyka, głównie ryzyka kredytowego i ryzyka rynkowego.

W czasach spowolnienia gospodarczego istotne jest aktywne zarządzanie jakością portfeli kredytowych, co pozwala na zachowanie bezpieczeństwa sektora bankowego, przy jednoczesnym zapewnieniu adekwatnej rentowności prowadzonej działalności.

Pierwszym działaniem, którego potrzeba przeprowadzenia została szybko i wyraźnie zauważona przez rynek, był przegląd polityk kredytowych, w tym zasad akceptacji i oceny ryzyka kredytowego. Banki zweryfikowały parametry zasad oceny zdolności kredytowej, mając na względzie przede wszystkim bezpieczeństwo klientów. Ponadto ceny kredytów zostały dopasowane do warunków

rynkowych (w tym zwiększonej ceny finansowania portfela kredytowego) i wielkości ryzyka powiązanego z jakością kredytową dłużników.

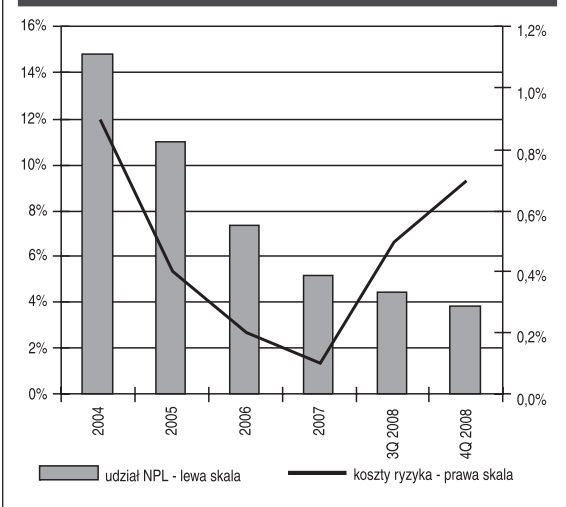
Drugim obszarem działań banków komercyjnych w zakresie zarządzania ryzykiem kredytowym były inicjatywy prowadzące do zwiększenia dywersyfikacji portfela kredytowego, z tym samym zmniejszenia nadmiernej koncentracji:

- skupiono się na poprawie struktury walutowej, głównie przez ograniczenie finansowania akcji kredytowej w tych walutach, do których poszczególne banki miały ograniczony dostęp od strony depozytowej,
- w ramach redukcji koncentracji nastąpiła optymalizacja zaangażowania w poszczególne branże gospodarki, przy ograniczeniu finansowania tych sektorów, gdzie ryzyko zagrożenia niewypłacalnością stało się największe,
- banki nakierowały swoje strategie na rozwój segmentów dochodowych i ograniczenie obecności w tych segmentach rynku, które odznaczają się mniejszą rentownością i dużą kapitałochłonnością.

Wraz z dynamicznym rozwojem akcji kredytowej i stosowaniem coraz bardziej zaawansowanych technik zarządzania ryzykiem kredytowym, w ostatnich latach udział kredytów niepracujących w portfelach kredytowych polskich banków systematycznie obniżał się. Na koniec 2008 roku udział ten był rekordowo niski, poniżej 4% (wykres 3).

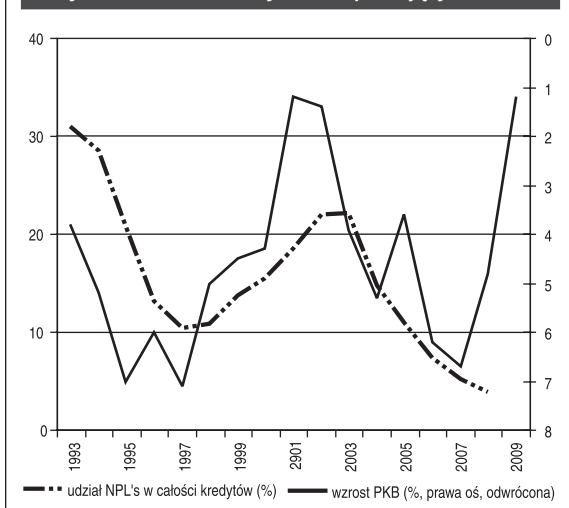
Niemniej, widoczne również na powyższym wykresie rosnące koszty ryzyka w postaci odpisów

Wykres 3. Jakość kredytowa w sektorze bankowym



na rezerwy kredytowe wskazują, że spadek udziału kredytów niepracujących w całym portfelu kredytowym był w ostatnim czasie efektem dynamicznego przyrostu kredytów, a w najbliższym czasie nieuchronny jest wzrost udziału niepracujących kredytów w portfelach banków. Porównując tendencję przyrostu udziału niepracujących kredytów ze zmianami dynamiki PKB (wykres 4), można zaobserwować dość wyraźną korelację. Oznacza to,

Wykres 4. Udział kredytów niepracujących a PKB

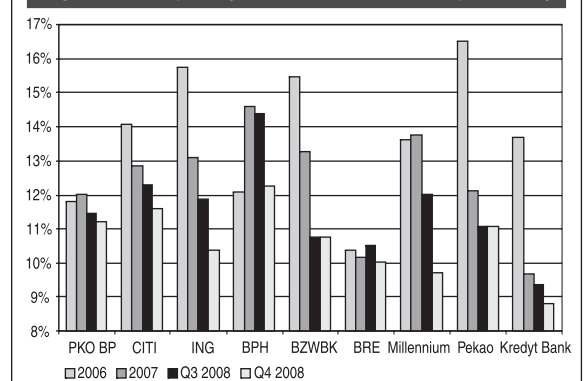


że wskutek spowolnienia gospodarczego będzie obserwowane znaczne pogorszenie jakości portfeli kredytowych banków, choć efekt ten będzie przesunięty w czasie.

2.3. Adekwatność kapitałowa

Wzrost ryzyka przełożył się na zwiększenie aktywów ważonych ryzykiem, a w konsekwencji wzrost zapotrzebowania na kapitał. W połączeniu z trudnościami w pozyskaniu kapitału w kraju, ograniczeniami dostępności zagranicznych źródeł finansowania oraz skutkami osłabienia złotego (wzrost wartości aktywów) spowodowały, że zarządzanie adekwatnością kapitałową stało się coraz trudniejsze. Współczynniki adekwatności kapitałowej w poszczególnych bankach obniżyły się, choć na koniec 2008 roku średnio w sektorze pozostały na bezpiecznym poziomie (wykres 5).

Wykres 5. Współczynnik adekwatności kapitałowej



W celu zapewnienia wypłacalności, sektor bankowy podjął działania wzmacniające bazę kapitałową:

- stopniowe ograniczanie wzrostu ryzyka kredytowego, przez omówione już zmiany w polityce kre-

dytywowej oraz ograniczenie wzrostu portfeli kredytowych,

- redukcja wypłat dywidendy, oznaczająca w przeważającej większości banków zaniechanie wypłaty dywidendy za 2008 rok,
- poprawa rentowności poprzez restrukturyzację i ograniczenie kosztów, a także wzrost presji na realizację dochodów np. z tytułu opłat i prowizji.

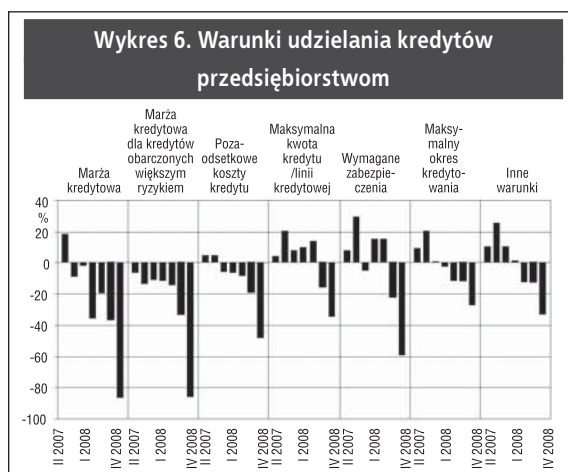
2.4. Aktywność kredytowa

Wysokie koszty utrzymania płynności, bardzo wysoka niepewność co do rozwoju sytuacji gospodarczej, która utrudnia poprawną wycenę ryzyka kredytowego, oraz nasilające się ograniczenia kapitałowe spowodowały znaczne zaostrenie polityki kredytowej banków.

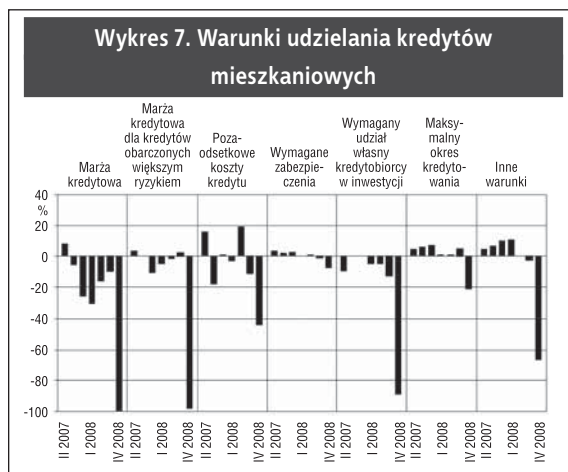
We wszystkich segmentach rynku kredytowego doszło do silnego ograniczenia podaży kredytu, jednak szczególnie radykalne cięcia dotyczyły tych sektorów i portfeli, gdzie koszty ryzyka i zagrożenie niewypłacalnością klientów było największe.

Wyraźnie obrazują to wyniki ankiet kierowanych przez NBP do przewodniczących komitetów kredytowych w bankach komercyjnych. Jak pokazuje wykres 6, w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw zaostrenie polityki kredytowej dotyczyło w największym stopniu poziomu oferowanych podmiotom gospodarczym marż kredytowych i wielkość wymaganego zabezpieczenia.

Podobna skala zmian oferowanych warunków kredytowych dotyczy kredytów mieszkaniowych,

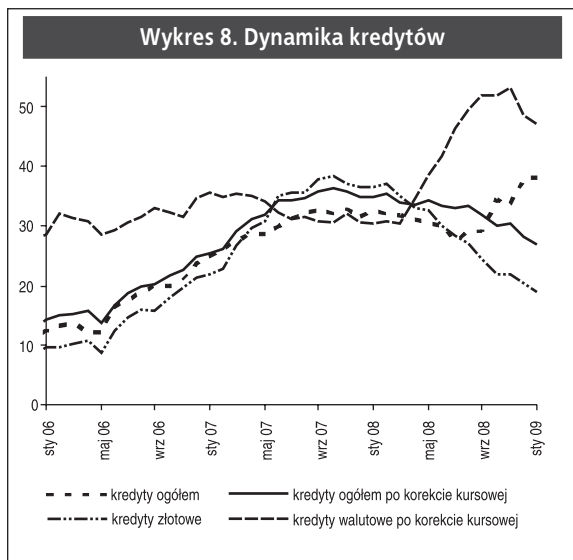


(wykres 7) tu również zaobserwowano istotne zwiększenie marży kredytowej oraz dodatkowo spadek maksymalnych poziomów finansowania, przejawiający się zwiększonym wymaganiem w stosunku do udziału własnego kredytobiorcy.



Analizując statystyki pieniężne NBP za ostatnie miesiące nie widać jeszcze bezpośrednio wyraźnego ograniczenia aktywności kredytowej. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest jednak efekt osłabienia złotego w ostatnich miesiącach 2008 roku i w pierwszych miesiącach br. Po eliminacji efektu kursowego, roczna dynamika kredytów ogółem

uległa wyraźnemu wyhamowaniu (wykres 8), co jest skutkiem zastosowanych działań zapobiegawczych, ograniczających nadmierne ryzyko w sektorze.



Efektu procykliczności w zakresie aktywności kredytowej banków nie można całkowicie uniknąć w obliczu kryzysu na rynku finansowym. Istotne wydają się jednak działania systemowe, podejmowane przez bank centralny, organy nadzorcze oraz rząd, wspierające stabilność sektora bankowego i ograniczające skutki ryzyka systemowego.

Podsumowanie

Zdając sobie sprawę, że kryzys przyszedł do Polski z zewnątrz i w związku z tym arsenał możliwych do podjęcia działań jest ograniczony (źródła globalnego kryzysu leżą poza Polską i przede wszystkim tam należy podejmować działania przywracające normalne funkcjonowanie globalnej gospodar-

ki), nie ulega wątpliwości, że w ramach krajowej polityki makroekonomicznej można rozważać szereg możliwych do podjęcia działań, które mogą przeciwdziałać krajowym skutkom globalnego kryzysu i uchronić nas przed wystąpieniem „czarnego” scenariusza dla polskiej gospodarki. Biorąc pod uwagę ograniczoną skuteczność dotychczasowych działań antykryzysowych banku centralnego, kluczowa wydaje się koordynacja działań pomiędzy poszczególnymi instytucjami (NBP, rząd i KNF przy ewentualnym wsparciu z zewnątrz – Komisja Europejska, Europejski Bank Centralny, międzynarodowe instytucje finansowej takie jak EBI, EBOiR, Bank Światowy, MFW) oraz przyjęcie w działaniach antykryzysowych bardziej elastycznego i wyprzedzającego podejścia. Wymagany jest przy tym oczywiście przede wszystkim wysiłek samym banków komercyjnych.

Z tego punktu widzenia można sformułować następujące postulaty wobec poszczególnych instytucji.

Oczekiwania wobec NBP:

w zakresie wsparcia płynnościowego lepiej zrobić zbyt wiele niż zbyt mało (pożądana jest obniżka stopy rezerw obowiązkowych),

- potrzebna jest większa elastyczność wsparcia płynnościowego (operacje w złotych i walutach z inicjatywy banków oraz szersza paleta terminów transakcji zasilających w płynność),
- niezbędne są działania powodujące wzrost efektywności dystrybucji płynności w systemie bankowym (obniżenie stopy depozytowej do 0% i ograniczenie emisji bonów pieniężnych),

- zmiana warunków cenowych transakcji walutowych swap,
- negocjacje z Europejskim Bankiem Centralnym (EBC) ws. przyjmowania polskich obligacji jako zabezpieczenia w operacjach otwartego rynku EBC (w ten sposób polskie banki mogłyby tanio pozyskać euro i zamienić je na międzynarodowych rynkach na inne waluty, w tym franki szwajcarskie) oraz ws. regionalnych inicjatyw mających na celu ograniczenie wahań kursów walutowych.
- ułatwić redystrybucję płynności w systemie – zwiększyć apetyt na ryzyko na międzybankowym rynku pieniężnym,
- poprawić wycenę ryzyka i pomiar rentowności – zwiększyć stosowanie zaawansowanych metod zarządzania ryzykiem i technik pomiaru ryzyka kredytowego,
- ułatwić absorpcję wzrostu kosztów ryzyka – kontynuować redukcję kosztów,

W odniesieniu do działań rządu istotne byłoby:

- zwiększenie efektywności systemu gwarancji i poręczeń udzielanych z funduszy zarządzanych przez BGK,
- inicjatywy ułatwiające i przyspieszające wykorzystanie funduszy unijnych.

Ze strony KNF korzystne byłoby wsparcie w zakresie:

- ograniczania efektu procykliczności,
- wspierania dostępności kredytów (słuszne odroczenie wdrożenia Rekomendacji T),
- weryfikacji skuteczności „miękkich” regulacji,
- ograniczenia presji na nadmierny wzrost wymagań co do bazy kapitałowej banków.

Niezależnie od skuteczności działań Komitetu Stabilności Finansowej, banki komercyjne pełniąc istotną rolę w finansowaniu sektora podmiotów gospodarczych powinny:

- wzmocnić pozycję kapitałową – konsekwentnie realizować deklaracje braku wypłaty dywidend za 2008 rok i pozyskiwać dodatkowe kapitały,
- optymalizować zarządzanie kapitałem poprzez wybór mało kapitałochłonnych obszarów aktywności,
- aktywnie współdziałać na rzecz wykorzystania planowanego przez rząd pakietu poręczeń i gwarancji.

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

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

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

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