

WIELKOŚĆ I ROLA ZAGRANICZNEGO KAPITAŁU KRÓTKOTERMINOWEGO

Krzysztof Rybiński

Kapitał krótkoterminowy klasyfikuje się głównie według zapadalności. Kredyty oraz inwestycje portfelowe o terminie zapadalności do jednego roku traktowane są jako kapitał krótkoterminowy. Chciałbym jednak zaproponować inny sposób myślenia o kapitale krótkoterminowym. Pojęcie to sklasyfikowałbym według intencji. W takim rozumieniu kapitałem mobilnym (krótkoterminowym) będzie każda inwestycja, obojętnie w jaki instrument, w przypadku której istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że w ciągu roku zostanie zlikwidowana. Jeżeli przyjmujemy taką inwestycję kapitału krótkoterminowego (głównie jest to kapitał finansowy), wówczas transakcje fx swap transakcje kupna trzymiesięcznych bonów skarbowych, ale również transakcje kupna 10-letnich obligacji czy akcji spółek publicznych są zgodne z tą definicją. Warunkiem jest oczywiście dosyć płynny rynek tzn. inwestor nie napotyka na opór, jeśli chce wycofać się z inwestycji. Jedynymi inwestycjami nie współgrającymi z proponowaną definicją są spółki publiczne. Ze względu na płynność naszej giełdy szybkie wycofanie się z inwestycji, w której ma się więcej niż 10% akcji jest niemożliwe. Kapitał mobilny można też przedstawić w innym ujęciu. Jest to kapitał, który lokuje się w walucie krajowej czyli w instrumentach finansowych denominowanych w walucie krajowej albo w krajowe instrumenty finansowe denominowane w innych walutach. Ten drugi typ inwestycji związany jest z brakiem ryzyka walutowego inwestora i z ryzykiem kursowym dla kredytobiorcy. Cza-

mi jedno ryzyko może się przełożyć na drugie np. jeśli kraj nagle zostanie odcięty od dopływu finansowania na rynkach międzynarodowych musi się szybko refinansować na rynku krajowym. Przy rosnących stopach tego refinansowania może się nagle okazać, że gwałtownie rośnie skala zaangażowania zagranicznego kapitału mobilnego w instrumenty denominowane w walucie lokalnej. A zatem w poniższej analizie traktuje oba typy kapitału mobilnego podobnie.

Kto inwestuje w Polsce? Wyróżniłbym trzy typy inwestorów z perspektywy *dealing-roomu* krajowego banku.

Pierwszy typ, teraz bardzo istotny, to Helmut, niemiecki dentysta. Rzeczywiście jest bardzo duża grupa inwestorów, którzy traktują inwestycje portfelowe w Polsce jak inwestycje w kraju, który będzie członkiem Unii Europejskiej, później Unii Monetarnej. W wielu krajach na procesie konwergencji udało się zarobić duże pieniądze, ciągle stopy procentowe w Polsce są dużo wyższe niż w krajach Unii Monetarnej w związku z tym właśnie ta grupa inwestorów chętnie kupuje polskie papiery dłużne. Jest to kapitał potencjalnie długoterminowy. Jak kupi 10-letnie obligacje, bo głównie kupują instrumenty o dłuższej zapadalności, to najczęściej jego intencją jest trzymanie ich aż do dnia wykupu. W przypadku wydarzeń, które istotnie odmieniłyby perspektywy wejścia Polski do Unii, będzie to inwestor, który sprzeda posiadane obligacje bez mrugnięcia okiem.

Drugim typowym inwestorem w Polsce jest Henry, który prowadzi *trading-book* w dużym banku w City, który najbardziej lubi 5-letnie obligacje, ale nie jest długoterminowym inwestorem, bo potrafi nawet trzy, cztery razy w ciągu jednego dnia kupić i sprzedać 5-letnie papiery. Inwestorzy ci rzadko finansują się inaczej niż swapami, bo niechętni są ryzyku walutowemu. Najczęściej pożyczają w polskich bankach pieniądze w ramach transakcji fx swap i za tak uzyskane złotówki kupują papiery skarbowe. Zarabiają zaś na spadku stóp procentowych.

Trzecim typem inwestorów jest Charles, osoba, która zarządza *proprietary-book* w banku inwestycyjnym. Inwestorzy ci są mniej mobilni w trakcie dnia, ale mają potężne pozycje (znacznie przekraczające 1 mld zł), również bardzo lubią kupować papiery o długiej zapadalności. Żywo reagują na zmieniającą się sytuację na rynku. Szczególne sytuacje potrafią ich skłonić do sprzedaży nawet bardzo dużych pozycji, co obserwowaliśmy po lipcowej dymisji ministra finansów.

Obroty na rynkach finansowych cieszących się wzięciem inwestorów zagranicznych oraz do czego wykorzystywane jest finansowanie *swami* ilustrują wykresy zamieszczone w Załączniku na str. 54.

Z danych Narodowego Banku Polskiego (porządek październik) wynika, że całkowite zagraniczne zadłużenie polskiej gospodarki wzrosło do 78 mld dol., z czego 11 mld dol. to zadłużenie krótkoterminowe. To ostatnie zadłużenie się stabilizuje. Natomiast przyrost zadłużenia ogółem jest bezprecedensowy. W II kwartale 2002 r. zadłużenie wzrosło o 6 mld dol., w I półroczu 2002 r. zadłużenie wzrosło o 8 mld dol. Przypomnijmy, że dotychczas za rekordowy uchodził rok 1998, kiedy to zadłużenie wzrosło o 9,5 mld dol. Skąd taki przyrost zadłużenia w II kwartale br.? Wśród czynników tego stanu rzeczy eksperci wymieniają emisję rządowych papierów dłużnych i duże inwestycje w obligacje złotówkowe inwestorów zagranicznych. Twierdzi się także, że ponieważ w II kwartale nastąpiło wydłu-

żenie okresu zwrotu VAT dla eksporterów (a większość z nich to firmy z kapitałem zagranicznym), to eksporterzy musieli się ratować i na dwa miesiące zaciągnąć kredyt obrotowy, a przy ciągle dużej różnicy stóp procentowych w kraju i za granicą, zaciągnęli go za granicą, czego efektem był przyrost zadłużenia.

Niepokojącym zjawiskiem jest również dzisiejszy trend w sektorze publicznym. Od 1995 r. do 2001 r. obserwowaliśmy spadek zadłużenia zagranicznego sektora finansów publicznych. Sytuacja odwróciła się w 2002 r. i nie ma przesłanek wskazujących, by miała się zmienić w roku przyszłym. Jeśli zmaterializują się nadzieje Ministerstwa Finansów, to udział zagranicy w polskim rynku obligacji złotych wzrośnie o 7 mld, a emisje za granicą wyniosą 2,8 mld dol. Ponieważ spłata kapitału wynosi 1,6 mld dol., o 1,2 mld dol. netto wzrośnie zadłużenie z tytułu emisji na rynkach zagranicznych. Zadłużenie zagraniczne będzie więc rosło z powodu przyrostu zadłużenia rządu i przyrostu zadłużenia sektora prywatnego (bo wraz z krajowym i globalnym ożywieniem gospodarczym jeszcze szybciej będą płynęły pożyczki zagraniczne).

Wykres (pt. Czy w Polsce jest dużo gorącego pieniądza?) ilustruje zadłużenie krótkoterminowe (zdefiniowane klasycznie, czyli kredyty i inwestycje portfelowe poniżej 1 roku) oraz kapitał mobilny. Wykres wskazuje, że mimo stabilizacji klasycznego zadłużenia krótkoterminowego bardzo szybki przyrost kapitału mobilnego (głównie inwestycji w obligacje) powoduje, że luka pomiędzy rezerwami dewizowymi (bez złota banku centralnego) a zasobem potencjalnie gorącego pieniądza maleje. Z moich szacunków wynika, że w przyszłym roku w ogóle jej nie będzie. Po raz pierwszy w historii zasób mobilnego kapitału w kraju będzie większy niż rezerwy dewizowe państwa. Na szczęście mamy płynny kurs walutowy. Jednak nie potrafi on zapobiec dużym wahaniom kursu walutowego np. w razie nie sprzyjającej aury politycznej w kraju.

Szybko rosnąca zależność od kapitału krótko-terminowego i portfelowego jest niepokojąca, ponieważ wchodzimy w okres rolowania gierkowskich długów, czyli już istniejący duży zasób gorącego kapitału, mobilnego w nadchodzących latach zostanie szybko powiększony o kolejne emisje rządowych papierów, którymi będziemy finansowali spłatę coraz większych rat kapitałowych długów lat 70.

Co dalej? Póki co, można jedynie pozazdrościć optymizmu zagranicy. Kupują, jak to mówią nasi dealerzy, wszystko, co się rusza. Dotychczas wszystkie problemy finansowe kraju były wykorzystywane przez zagranicę do wchodzenia na polski rynek. Zagranica nauczyła się, że na tym się zarabia i to dużo np. ci, którzy kupili obligacje pięcioletnie, po rezygnacji M. Belki wartej 100 złotych, teraz kosztuje ona 107 złotych. Prawdopodobnie więc w przyszłym roku minister finansów będzie mógł sprzedać tyle obligacji, ile będzie chciał, zwłaszcza, jeśli referendum w Irlandii będzie dla nas korzystne i uda się zamknąć negocjacje z Unią. Oczywiście, sytuacja taka nie będzie trwać nieskończenie. Wydaje się, że wchodzimy w dosyć niebezpieczny okres. Z moich szacunków deficyt sektora finansów publicznych wyniesie około 6% w porównaniu z 5,5%

w roku bieżącym, a więc mimo przyspieszenia wzrostu gospodarczego – deficyt wzrośnie.

W przyszłym roku na pewno nie będzie cięcia w budżecie sztywnych wydatków, bo rok później są wybory parlamentarne. W 2004 r. zacznie rosnąć inflacja i deficyt obrotów bieżących, fundamenty gospodarcze zaczną się więc istotnie pogarszać.

W optymistycznym scenariuszu rynek po prostu „przymyka oko” na kolejny, bo czwarty, rok deficytu budżetowego rzędu 5 – 6 % PKB, bo jesteśmy krajem, który wchodzi do Unii i obiecano nam, że wejdziemy do UGiW w 2007 r. Jeżeli jednak rynek dojdzie do wniosku, że dla decydentów ważniejsze są wybory w 2005 r. niż UGiW, to wówczas możliwy jest zupełnie inny scenariusz rozwoju sytuacji w naszym kraju.

Autor jest głównym ekonomistą BPH PBK SA

Załącznik

Wielkość i rola zagranicznego kapitału krótkoterminowego

Kto za tym stoi?

Helmut, niemiecki dentysta

Kupuje duration, chce trzymać do wykupu ale pierwszy sprzeda jeżeli opóźni się członkostwo Polski w UE, inwestuje realne pieniądze

Henry, odpowiedzialny za trading-book w dużym banku inwestycyjnym

Lubi duration ale gra wzdłuż całej krzywej, może kupić i sprzedać obligacje 10-letnie tego samego dnia w zależności od sentymentu na rynku, często finansuje się krótkimi swapami

Charles, zarządzający proprietary-book w dużym banku inwestycyjnym

Lubi duration ale inwestuje na całej krzywej, trzyma duże pozycje (kilkaset milionów, nawet powyżej mld zł)

Co to jest kapitał krótkoterminowy?

Klasyfikacja według rodzaju inwestycji

Instrumenty dłużne i pochodne o okresie zapadalności do jednego roku

Klasyfikacja według intencji

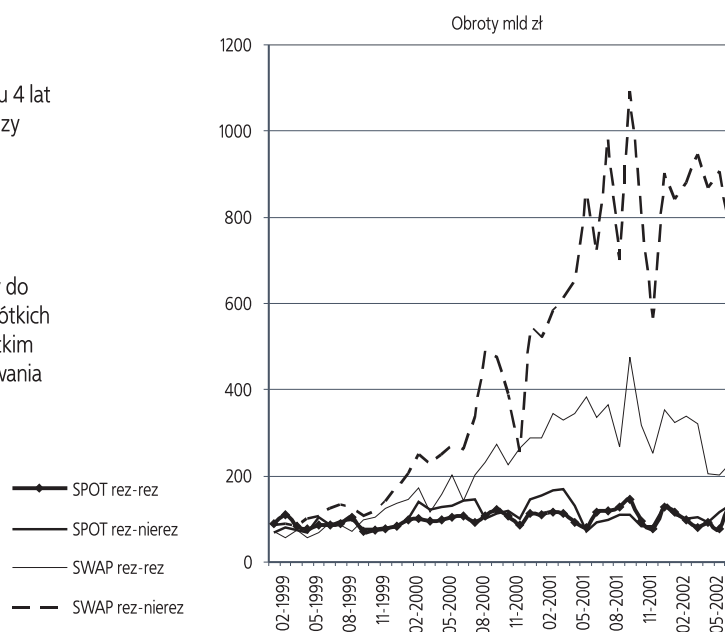
Inwestycje w dowolne instrumenty finansowe, o dowolnym okresie zapadalności, przy założeniu że dokonywane są na płynnym rynku i w momencie dokonywania zakupu istnieje wysokie prawdopodobieństwo sprzedaży w okresie do jednego roku (np. fx swap, 10-letnia obligacja, akcje spółek publicznych)

Klasyfikacja według waluty (ryzyko kredytowe i ryzyko walutowe)

Lawinowy wzrost obrotów na rynku swap

Obroty na rynku *fx swap* wzrosły 10-krotnie w ciągu 4 lat
Dominują transakcje między bankami zagranicznymi i krajowymi

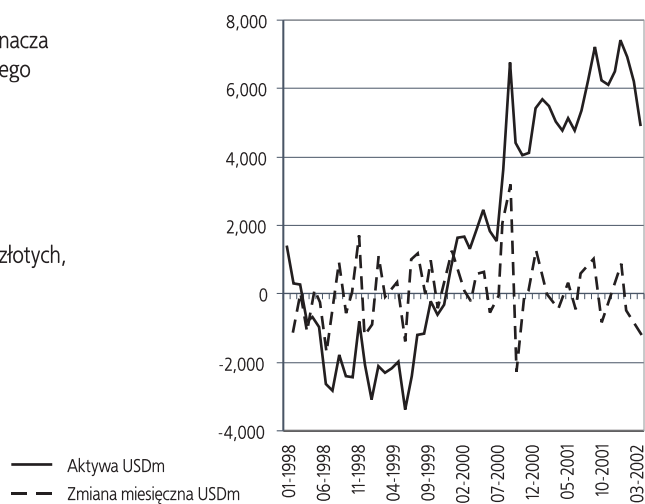
FX swap wykorzystywany do plasowania środków w krótkich terminach i przede wszystkim do pozyskiwania finansowania w złotych



Rynek *fx swap* wpływa na aktywa zagraniczne banków

Wzrost aktywów zagranicznych oznacza pozyskiwanie finansowania złotowego przez banki zagraniczne

Począwszy od lutego 2000 r. banki zagraniczne pozyskują płynność w złotych, w sumie na kwotę 4-6 mld USD



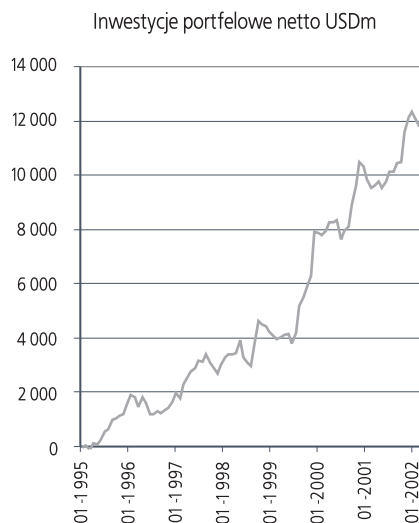
Instrumenty dłużne popularniejsze od udziałowych

W I połowie 2002 roku nastąpił odpływ kapitału zagranicznego z giełdy. Zły *policy-mix* wypycha inwestycje udziałowe i stwarza popyt na inwestycje w instrumenty dłużne



Inwestycje portfelowe netto to 12 mld USD(1995-2002)

Silny napływ inwestycji portfelowych rozpoczął się w listopadzie 1999 roku



Zadłużenie krótkoterminowe się stabilizuje

Zadłużenie ogółem to 78 mld USD,
z tego 11 mld USD
to zadłużenie krótkoterminowe

Zadłużenie przedsiębiorstw
przekroczyło zadłużenie rządu

Czy obserwujemy odwrócenie trendu
w zagranicznym zadłużeniu sektora
rządowego (budżet 2003:
emisje 2800USDm, udział zagranicy
w rynku SPW rośnie o 7 mld zł)



Czy w Polsce jest dużo gorącego pieniądza?

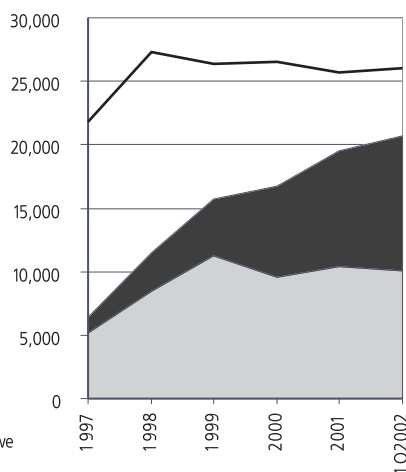
Zadłużenie krótkoterminowe i kapitał portfelowy łącznie przekroczyło 22 mld USD jest trochę *double-counting*)

To ciągle mniej niż stan rezerw (bez złota i SDR), ale trend jest niepokojący

W 2003 r. zakłada się kolejne zwiększenie popytu rządu na oszczędności zagraniczne (obligacje +7 mld zł, obligacje w walutach 2.8 mld USD)

Na szczęście mamy kurs płynny

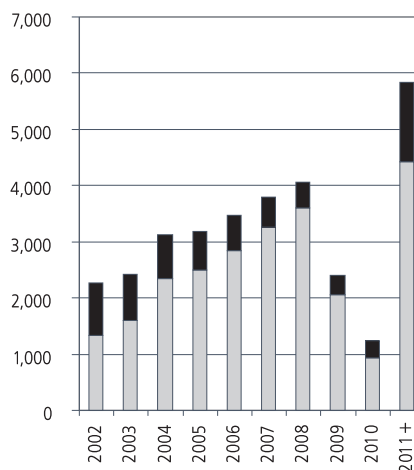
■ Obligacje i akcje ■ Zadłużenie krótkoterminowe
— Rezerwy-dewizowe NBP



Musimy zrolować długi gierkowskie

Szybko rosnąca zależność od kapitału krótkoterminowego i portfelowego jest niepokojąca biorąc pod uwagę rosnące raty spłat kapitałowych do 2008 roku

■ Kapitał (USDm) ■ Odsetki (USDm)



Co dalej?

Zagraniczny popyt na polskie aktywa finansowe utrzymuje się na wysokim poziomie pomimo słabych fundamentów na skutek oczekiwań konwergencji

Ogłoszenie dziury Bauca (11% PKB) w 2001 roku było najlepszym momentem do kupna obligacji, podobną okazją była rezygnacja Belki

Wydaje się, że w 2003 roku minister finansów będzie mógł sprzedać dowolną ilość papierów dłużnych po zakończeniu negocjacji członkowskich

Do czasu ...

Luźna polityka fiskalna i brak reform grożą ...

W 2003 deficyt ekonomiczny SFP wyniesie 6% wobec 5.5% w 2002, mimo wyższego wzrostu, a dalej ...

Podczas prac na budżetem czerwcem-lipcu 2003 okaże się, że w 2004 roku deficyt ekonomiczny jeszcze wzrośnie (składka, kofinansowanie dla środków unijnych, 70% wydatków sztywnych, bliskie wybory prezydenckie i parlamentarne), w 2004 roku zaczną rosnąć inflacja i deficyt obrotów bieżących

Być może rynek zaakceptuje kolejny rok z deficytem powyżej 5% PKB (np. uwierzy w kreatywną księgowość), ale być może dojdzie do wniosku, że wybory 2005 są dla decydentów ważniejsze niż wejście do EMU w 2007, a wtedy ...