

WYWIADY

NIE JESTEM ANI PESYMISTĄ,  
ANI OPTYMISTĄ,  
LE CZ MAKROEKONOMISTĄ

**BOOM  
KONSUMPCYJNY  
NIE MÓGŁ TRWAĆ  
WIECZNIE**

**Z prof. dr. hab.  
Andrzejem Sławińskim**  
z Katedry Skarbowości  
Szkoły Głównej Handlowej,  
członkiem  
Rady Polityki Pieniężnej,  
rozmawia  
Bożenna Chlabicz

**Bożenna Chlabicz:** Wiem, że to ogromny temat, ale poproszę o określenie przyczyn i skutków globalnego kryzysu. Jak i dlaczego do niego doszło? Co tak naprawdę się stało w gospodarce światowej i na rynkach finansowych?

**Andrzej Sławiński:** Ogólne przyczyny kryzysu znamy. Ekonomiści mówią, że powstały bardzo duże nierównowagi w skali globalnej. Z czego to wynikało? Otóż w Stanach Zjednoczonych mieliśmy przez szereg lat do czynienia z boomem konsumpcyjnym. Problem w tym, że był to boom konsumpcyjny „na kredyt”. Od lat siedemdziesiątych ubiegłego wieku realna wysokość płac w Stanach Zjednoczonych praktycznie nie rosła, a jednocześnie mniej więcej od początku lat 90. następowała w gospodarce amerykańskiej swoista rewolucja w dostępie do kredytów konsumpcyjnych, w tym zwłaszcza hipotecznych.

Co umożliwiło duży wzrost podaży kredytów hipotecznych? Sekurytyzacja. Wcześniej źródłem finansowania kredytów hipotecznych były środki lokowane w instytucjach, które ich udzielały. Sekurytyzacja oznaczała, że banki zamieniały udzielone kredyty na papiery wartościowe, które sprzedawały inwestorom instytucjonalnym - funduszom

emerytalnym i inwestycyjnym oraz towarzystwom ubezpieczeniowym. Sekurytyzacja sprawiła, że właśnie z tych instytucji płynęły do banków oszczędności, które umożliwiły znaczny wzrost podaży kredytów hipotecznych. Sprzedając udzielone wcześniej kredyty, banki mogły zwiększać akcję kredytową bez zwiększania posiadanych kapitałów.

W wyniku dużej skali sekurytyzacji w wielu krajach wystąpiły boomy na rynkach hipotecznych. Najbardziej spektakularne wystąpiły w Stanach Zjednoczonych, Anglii, Hiszpanii, Irlandii, Nowej Zelandii i Australii. Boomy na rynkach budowlanych sprawiły, że w wymienionych krajach wystąpiły boomy konsumpcyjne, które zwiększyły popyt na towary produkowane przez trzy największe na świecie gospodarki eksportowe: Chiny, Niemcy i Japonię. Gdy mówię „gospodarki eksportowe”, to jest to określenie nieomal dosłowne. Przez ostatnie osiem lat konsumpcja w Niemczech i Japonii realnie prawie nie rosła. Ich wzrost gospodarczy opierał się nieomal wyłącznie na wzroście eksportu. Konsumpcja w Chinach wprawdzie rosła, ale udział płac w PKB spadał, co także w przypadku Chin oznaczało rosnące uzależnienie ich wzrostu gospodarczego od eksportu.

**B.Ch.:** Mogłoby się wydawać, że nie powinno stać się nic złego, skoro tak wiele państw odnotowywało wzrost gospodarczy.

**A.S.:** Mieliśmy do czynienia z sytuacją, która nie mogła długo się utrzymać. Skoro wzrost gospodarczy Japonii i Niemiec zależał tak silnie od eksportu, to zależał tym samym od boomów konsumpcyjnych w krajach, w których wystąpiły boomy na rynkach hipotecznych, a te prędzej lub później musiały się załamać. Spodziewano się zresztą tego od 2006 r., gdy zaczął się spadek cen na amerykańskim rynku budowlanym. Nieoczekiwane było natomiast załamanie rynku obligacji strukturyzowanych CDO (*Collateralized Debt Obligations*), które były wyjątkowo nieudanym produktem sekurytyzacji.

**B.Ch.:** Początkowo mówiło się, że wszystkiemu winne są kredyty *subprime*, tymczasem przyczyny kryzysu są o wiele bardziej złożone.

**A.S.:** O wadach kredytów *subprime*, o złych wycenach CDO, o braku płynności ich rynku i o niesławnej roli agencji ratingowych, nadających lekką ręką wysokie ratingi kolejnym emisjom CDO, nie będę przypominał, ponieważ są to rzeczy dzisiaj już powszechnie znane. Warto natomiast przypomnieć o ekonomii politycznej tego wszystkiego. Amerykańskie władze zdawały sobie sprawę, przynajmniej częściowo, z ryzyka, jakie wiązało się z szybkim rozwojem rynku kredytów *subprime*, jednakże nie zaostrzano odpowiednio nadzoru nad



instytucjami, które ich udzielały, ponieważ kredyty *subprime* umożliwiły milionom mniej zamożnych Amerykanów kupno pierwszego w ich życiu domu. Chciano wierzyć, że ryzyko jest mniejsze niż było. W innych krajach było podobnie. Politycy nie chcieli zaostrzać nadzoru nad bankami, ponieważ boomy na rynkach hipotecznych umożliwiały boomy konsumpcyjne, a te zwiększały popularność rządów. Co więcej, boomy budowlane zwiększały znacznie dochody z podatków od nieruchomości, a to umożliwiało – jak w Irlandii i Hiszpanii – szybki wzrost wydatków rządowych przy zachowaniu równowagi w budżecie.

**B.Ch.: Skutki załamania rynku *subprime* i CDO w USA były bolesne dla europejskich banków.**

**A.S.:** Europejskie banki kupowały transe senior obligacji CDO, ponieważ osiągały dzięki temu wyjątkowo wysokie stopy zwrotu. Było tak głównie dlatego, że transe senior obligacji CDO oferowały wysokie oprocentowanie, a jednocześnie ich wysoki rating oznaczał obowiązek niewielkiego tylko zabezpieczenia w kapitale. Przy ratingu AAA waga ryzyka wynosi tylko 7%, co przy 8% wskaźniku adekwatności kapitałowej oznacza konieczność pokrycia w kapitale w wysokości mniej niż 0,6%. Pokusa była więc duża i europejskie banki – niestety – jej uległy, w wyniku czego poniosły duże straty po załamaniu cen na rynku CDO.

Największy problem polega jednak teraz na tym, że kryzys bankowy wywołał ogólny spadek cen na rynkach finansowych. Zaczęły tracić na wartości także teoretycznie dobre aktywa, jak obligacje MBS (*Mortgage Backed Securities*), które często były efektem sekurytyzacji prawidłowo udzielonych kredytów. Banki muszą wyprzedawać tracące na wartości MBS-y, co powoduje, że wytworzyła się swoista spirala spadku cen instrumentów finansowych i rosnących strat banków. Wielkie kwoty przeznaczone przez rządy na ratowanie banków są wyrazem determinacji władz wielu krajów, by tę groźną spiralę zatrzymać. Sytuacja będzie groźna dotąd, dokąd recesja będzie pogarszała perspektywy wypłacalności MBS-ów. Pierwsze oznaki ożywienia koniunktury pojawiają się, jak zawsze, na rynkach budowlanych, które zazwyczaj pierwsze wchodzi w recesję, ale z reguły najwcześniej z niej wychodzą.

**B.Ch.: Jaki jest lub może być mechanizm przenoszenia do Polski tego, co wydarzyło się w Stanach Zjednoczonych i Europie? Jak to wpływa na sytuację w naszym kraju? Co się będzie u nas działo w kolejnych miesiącach czy latach? Czy już jesienią 2007 roku, wiedząc, co się dzieje, nie mogliśmy się w jakiś sposób obronić przed zagrożeniami? Przecież przez ponad rok wyglądało to tak, jakbyśmy bezrefleksyjnie przyglądali się rozwojowi wypadków i nie mieli**

**świadomości, że prędzej czy później odczujemy skutki kryzysu? Podobnie zresztą, jak cała Europa.**

**A.S.:** Przyczynę sytuacji, o której pani mówi, opisuje jedno słowo: *decoupling*. Otóż latem 2007 r., gdy zaczęły się poważne kłopoty w amerykańskim i europejskim systemie bankowym, ekonomiści doszli do wniosku, że wprawdzie Amerykę i Europę czeka recesja, ale kraje wschodzące, w tym zwłaszcza takie, jak Chiny, Indie, Brazylia i Rosja, pozostaną oazą wzrostu gospodarczego i stabilności finansowej. Dlatego od lata 2007 r. skokowo wręcz zwiększył się napływ kapitałów do krajów wschodzących. Skala tego napływu była niewiarygodnie wręcz duża. Napływ samych tylko pożyczek międzybankowych osiągnął w latach 2007-2008 wielkość 800 miliardów dolarów (!). *Decoupling* stał się samosprawdzającą się hipotezą. Banki w krajach wschodzących chętnie odpożyzczały w swoich gospodarkach pożyczki międzybankowe, które do nich napłynęły z banków krajów wysoko rozwiniętych. Podtrzymywało to koniunkturę w krajach wschodzących, a więc i wiarę w *decoupling*. Wszystko skończyło się w wyniku upadku banku Lehman Brothers. Fala kapitału napływającego wcześniej do krajów wschodzących uległa gwałtownemu odwróceniu. Banki w krajach wschodzących nagle utraciły możliwość finansowania dużej części swej akcji kredytowej na globalnym rynku międzybankowym. Zaczęły mieć kłopoty z płynnością. Utraciły dostęp do kredytów dewizowych. Na szczęście, polskie banki oba te zjawiska dotknęły w ograniczonej skali. Uruchomienie zasilających transakcji *repo* oraz stworzona bankom przez NBP możliwości zawierania transakcji *fx swap* znacznie złagodziło obie trudności. Bank centralny nie mógł jednak w pełni zastąpić globalnego rynku międzybankowego, który nagle zamarł.

**B.Ch.: Jesteśmy więc w Polsce w takim momencie: banki nadal mają środki, aby udzielać kredyty i nie upadają. Konkretnie czynności wykonuje i rząd, i NBP. Kryzys dotyczy jednak całej gospodarki.**

**A.S.:** Silny spadek tempa wzrostu gospodarczego to w decydującej mierze efekt recesji w gospodarce globalnej, a zwłaszcza z krajach UE, do których trafia 80% naszego eksportu. W Polsce jednak wcześniejszy wzrost konsumpcji wynikał głównie ze wzrostu płac, a nie ze wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych. Dlatego można liczyć, że konsumpcja będzie u nas stabilizowała tempo wzrostu gospodarczego; podobnie jak było to w trudnym okresie lat 2001-2002. Utrzymują się obawy, że wystąpi niekorzystne sprzężenie zwrotne pomiędzy dekonunkturą w gospodarce i zmniejszaniem akcji kredytowej przez banki, tym bardziej, że zagraniczne centrale naszych poniosły często poważne straty i nastąpił ogólny wzrost awersji banków do podejmowania ryzyka. Występują jednak

i korzystne tendencje. Banki-matki nadal pożyczają bankom-córkom w Polsce, w dużej części ze względu na ich wcześniejsze bardzo dobre wyniki finansowe.

**B.Ch.:** To, o czym rozmawiamy, w istotny sposób wpływa na poziom naszego życia i rozwój gospodarki. Czy regulacje, które są w Polsce wprowadzane, a także obniżki stóp procentowych przyczyniają się do łagodzenia skutków kryzysu?

**A.S.:** Mimo utrzymywania się wysokich premii za ryzyko, nasze obniżki stóp wywołały wyraźne obniżenie się rynkowych stóp procentowych, a tym samym kosztów kredytu. Będziemy także dostarczać bankom odpowiednią płynność, jakkolwiek nie tracąc kontroli nad wysokością stóp procentowych, co stałoby się, gdyby skokowo zwiększyć istniejący i tak już na rynku międzybankowym nadmiar płynności. Bardzo duże znaczenie dla podtrzymania akcji kredytowej banków będą miały udzielane przez rząd gwarancje.

**B.Ch.:** Wydaje się, że wcześniej, zanim doszło do kryzysu, trudno było nie wiedzieć, że pewne posunięcia są nadmiernie ryzykowne i dzieją się poza kontrolą. A jednak banki i instytucje finansowe były chciwe. Powstała spirala, która się sama nakręcała, a może wręcz rodzaj piramidy finansowej. Czy da się tego uniknąć w przyszłości?

**A.S.:** Działania ludzi kształtują systemy motywacji, które obowiązują w instytucjach, w których pracują. System motywacji w bankach zbytnio wynagradzał osiągnięcie krótkoterminowych zysków bez dostatecznego wiązania tego z wielkością podejmowanego ryzyka. Poza tym wierzono, że rynek ryzyka – którym jest w istocie system finansowy – ma takie same zdolności do samoregulacji jak inne rynki. Wierzono również, że hipoteza niestabilności systemu bankowego Hymana Minsky'ego – mówiąca, że skłonność banków do podejmowania ryzyka tym bardziej rośnie, im dłuższy czas upływa od ostatniego kryzysu – stała się nieaktualna dzięki dużemu postępowi w dziedzinie zarządzania ryzykiem. To wszystko nie okazało się prawdą. Rynek ryzyka nie ma – w przeciwieństwie do innych rynków – właściwości do samoregulacji, a nowoczesne systemy zarządzania ryzykiem, tak pożyteczne w okresach względnego spokoju, okazały się czynnikiem, który pogłębił pod pewnymi względami kłopoty banków w okresie kryzysu; np. stymulując jednoczesną wyprzedaż aktywów przez banki. To będzie musiało się zmienić, by system bankowy nie przeżywał już tak poważnych kryzysów jak obecny.

**B.Ch.:** Co przede wszystkim musi się zmienić?

**A.S.:** Regulacje dotyczące wielkości kapitałów banków muszą stać się znacznie mniej niż obecnie procykliczne. Ścisły nadzór musi objąć nie tylko banki, ale wszystkie instytucje,

które stosują dźwignie, a więc wszystkie instytucje, które określa się dzisiaj mianem *shadow banking*. Zapewne nastąpi ponowne rozdzielanie bankowości komercyjnej i inwestycyjnej. Trudna będzie kwestia skonsolidowanego nadzoru nad konglomeratami finansowymi. Z pewnością jednak będzie rosła rola międzynarodowych instytucji nadzorczych.

**B.Ch.:** Czy zajmując się na co dzień tak poważnymi problemami i zagrożeniami, można być optymistą? Czy może Pan nam powiedzieć coś pozytywnego, przedstawić wizję wyjścia z kryzysu i dalszego rozwoju?

**A.S.:** Nie jestem ani pesymistą ani optymistą, lecz makroekonomistą. Musimy pogodzić się, że koniunktura w polskiej gospodarce coraz bardziej będzie zależała od tego, co dzieje się w gospodarce globalnej. Dzisiaj nasza integracja ze światem trochę boli, ale jest ona naszą polisą na przyszłość. Zauważmy, że relatywnie najlepiej rozwijają się małe otwarte gospodarki. Dlaczego? Dlatego, że nie mają innego wyjścia, jak dostosowywać się do świata wokół. Chcą czy nie chcą, muszą starać się być wydajne i nowoczesne. Europa przeżywa teraz trudności, ale jej gospodarka jest nowoczesna. Dlatego nasza integracja z Europą to nasza polisa na przyszłość.

**B.Ch.:** Jaką rolę odgrywa obecnie Polska w europejskiej, a także światowej gospodarce? Czy nadal jesteśmy traktowani, jak mały wschodzący „kraik”?

**A.S.:** Wysokość PKB na głowę jest u nas wciąż relatywnie niska, ale wielkość naszego handlu zagranicznego bardzo szybko rośnie. Przy końcu lat 80. nasz eksport to była wielkość nieprzekraczająca 5-7 miliardów dolarów. Teraz przekracza 130 miliardów. Mało kto zdaje sobie sprawę z tego, że kraje strefy euro eksportują więcej do Polski niż do Chin. To coś mówi o znaczeniu naszej gospodarki. A jesteśmy przecież na początku naszej drogi gospodarczego doganiania Europy, czyli zmniejszania luki technologicznej, jaka dzieli nas od krajów najwyżej rozwiniętych. Proces ekonomicznego doganiania państw wysoko rozwiniętych oznacza, że przez dość długi jeszcze czas naszą gospodarkę powinno charakteryzować relatywnie wysokie tempo wzrostu wydajności, a więc także relatywnie wysokie tempo wzrostu PKB. Europa doganiała gospodarczo Stany Zjednoczone od lat 50. do połowy lat 90. W Japonii podobny proces także trwał od zakończenia wojny, a zakończył się w latach 80. To, że mamy przed sobą bardzo dobre perspektywy wzrostu nie jest pobożnym życzeniem, lecz wnioskiem wynikającym z doświadczeń innych krajów.

**B.Ch.:** Dziękuję za rozmowę. ■ ■ ■