

## **Dlaczego polityka pieniężna jest nieskuteczna? Jak ograniczyć rozprzestrzenianie się kryzysu.**

Tempo rozprzestrzeniania się kryzysu gospodarczego i kryzysu zaufania jest bardzo niepokojące. Rynek międzybankowy praktycznie nie istnieje, ponieważ nie mają do siebie zaufania instytucje zaufania publicznego. Reputacja największych banków na świecie legła w gruzach. Banki nie udzielają kredytów ponieważ kredytobiorcy utracili wiarygodność w obliczu załamania gospodarki światowej. Na giełdach papierów wartościowych dominują emocje, rynek przestał wyceniać wartość spółek. Narasta niezadowolenie ludności wobec banków i wrogość wobec inwestorów zagranicznych. Za chwilę problemy społeczne mogą zdominować decyzje polityków. Nawet jeśli nową sprawną architekturę sieci bezpieczeństwa finansowego w skali europejskiej lub globalnej udałoby się utworzyć w perspektywie najbliższych kilku miesięcy, to na uspokojenie sytuacji i powrót zaufania na rynkach trzeba będzie trochę poczekać.

Warto przypomnieć, że w warunkach klasycznego przebiegu koniunktury obniżanie stóp procentowych pobudza ekspansję gospodarczą, ponieważ koszt kapitału pożyczkowego dla przedsiębiorstw jest niższy a jednocześnie wyższa jest skłonność ludności do zaciągania kredytów co stymuluje popyt.

Następuje więc ekspansja kredytowa banków, jakość aktywów banków poprawia się, polityka kredytowa ulega liberalizacji, sprzedawcy kredytów wynagradzani są w systemie zbliżonym do akordowego.

Jeśli ekspansja gospodarcza jest nadmierna, co zazwyczaj uwidacznia się presją inflacyjną wówczas podnoszenie stóp procentowych jest z kolei dobrym narzędziem do schładzania koniunktury i ograniczenia inflacji.

W okresie dekoniunktury, gdy ceny kredytów rosną, a jakość aktywów w bankach spada, procedury kredytowe stają się bardziej restrykcyjne i w konsekwencji ekspansja kredytowa ulega zahamowaniu.

Klasyczna polityka pieniężna, jeśli dobrze identyfikuje fazy cyklu koniunkturalnego i opóźnienie fazowe reakcji gospodarki, może stanowić skuteczne narzędzie równoważenia wzrostu gospodarczego. Jednak w Polsce obecna sytuacja jest inna. Załamanie gospodarcze importowane jest z zewnątrz. Z zewnątrz również nastąpiło zarażenie kryzysem utraty zaufania. **Kryzys w Polsce nie jest klasycznym kryzysem finansowym ani gospodarczym.** Do niedawna wiarygodność finansowa renomowanych inwestorów strategicznych polskich banków pozwalała na relatywnie tanie pozyskiwanie kapitału pożyczkowego na rynku finansowym a także finansowanie swojej ekspansji w oparciu o pożyczki od spółek dominujących. Sytuacja uległa zmianie w IV kwartale 2008 roku. Dostępność środków na zagranicznych rynkach finansowych po upadku Lehman Brothers gwałtownie się zmniejszyła. Powszechne przekonanie, że posiadanie renomowanych inwestorów strategicznych będzie sprzyjało stabilności sektora finansowego w krajach goszczących okazało się złudne. Inwestorzy strategiczni stracili dobrą reputację. Przestali też mieć zaufanie do siebie nawzajem. Trudno oczekiwać zaufania spółek zależnych do siebie na lokalnym rynku w sytuacji gdy spółki dominujące nie mają do siebie zaufania na rynku globalnym czy europejskim.

Obecnie w Polsce (luty/marzec 2009) na rynku kredytowo – depozytowym mamy do czynienia z mechanizmem typowym dla gospodarki niedoborów. W Polsce wartość udzielonych kredytów przewyższa wartość depozytów o ok. 15 - 20%. W warunkach ograniczonego dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania banki aby pozyskać środki finansowe oferują lokaty na rynku depozytowym oprocentowane na poziomie 7 - 9%, podczas gdy oficjalna cena pieniądza na rynku międzybankowym wynosi ok. 4 – 5%. Problem w tym, że ta cena na ulicznym rynku międzybankowym nie jest reprezentatywna. Transakcje na rynku międzybankowym zostały zastąpione przez transakcje typu repo, czyli transakcje między bankiem centralnym a bankami komercyjnymi. Rynkowe ceny pieniądza zastąpione zostały przez urzędowe ceny ustalane centralnie. NBP, podobnie jak inne banki centralne, zamiast pełnić funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji (*bank of last resort*) pełni funkcję jedyne pożyczkodawcy (*bank of only resort*) Krańcowy koszt pozyskania pieniądza przez banki przekracza od kilku miesięcy cenę wcześniej udzielonych kredytów korporacyjnych i hipotecznych, bowiem dla nich to WIBOR stanowi cenę referencyjną. Trudno się w tych warunkach dziwić, że banki nie są skłonne odnawiać umów kredytowych na dotychczasowych warunkach. Przywrócenie zaufania na rynku międzybankowym ma

zasadnicze znaczenie dla skuteczności polityki pieniężnej. W obecnej sytuacji dalsze obniżanie stóp procentowych przez RPP spowodować może skutki odwrotne w stosunku do zamierzonych.

W warunkach niedoboru środków na finansowanie działalności kredytowej zmieniły się bowiem zachowania banków. Sprzedawcy kredytów przestali być wynagradzani w systemie akordowym za wielkość sprzedaży. Dostają określony limit środków na działalność kredytową, a system motywacji ukierunkowany został na maksymalizację korzyści dla banku w ramach posiadanego limitu. Maksymalizacja opłat i prowizji z ściśle ograniczonej puli środków zastąpiła maksymalizację wolumenu kredytów. WIBOR przestał w tej sytuacji pełnić funkcję cenotwórczą.

Dalsze obniżki stóp procentowych w warunkach niedoboru środków na finansowanie działalności kredytowej nie spowodują ekspansji, mogą natomiast spowodować inne kłopoty np. dalszą deprecjację złotówki.

Jeśli spojrzymy na skuteczność polityki pieniężnej w warunkach niedoboru środków na finansowanie kredytów, to wnioski wydają się dość oczywiste. Tylko działania zmniejszające ten niedobór mogą być skuteczne. Nie ma np. uzasadnienia aby poziom rezerw obowiązkowych w Polsce był wyższy niż poziom stosowany przez Europejski Bank Centralny. W obecnych warunkach poziom rezerwy obowiązkowej w Polsce powinien być bliski zera.

Niedobór środków na finansowanie kredytów wynika jednak z dwóch różnych powodów. Po pierwsze, z obiektywnych uwarunkowań zewnętrznych związanych z ograniczeniem możliwości pozyskania środków. Po drugie, z korzystnych dla banków możliwości lokowania posiadanych środków w NBP.

Skuteczne dla ograniczenia niedoboru środków na rynku kredytowym może okazać się obniżenie oprocentowania lokat bankowych na rachunkach NBP. Ograniczy to komfort finansowy dla banków przesadnie ostrożnych. Redukcja stopy depozytowej dla lokat *overnight* wydaje się pilna.

Należałoby również rozważyć wprowadzenie limitów na sprzedaż bankom bonów, stanowiących obecnie łatwo dostępny instrument substytucyjny wobec działalności kredytowej.

Potrzebne, ważne są natychmiastowe środki zaradcze, które ogranicza import kryzysu zaufania do polskiego sektora bankowego.

Spośród tych, które nie sięgają do kieszeni podatnika warto po pierwsze, wyeliminować ewidentny konflikt interesów instytucji kontrolujących wiarygodność uczestników rynku. Mamy tu na myśli w szczególności firmy ratingowe i audytorskie, które dostarczają informacji dla uczestników rynku a opłacane są przez kontrolowanych. W takiej sytuacji zachodzi podejrzenie, że można kupić dobry rating dla emitowanych papierów lub pozytywną ocenę sprawozdań finansowych. Warto być może powierzyć wybór audytora zewnętrznego dla instytucji zaufania publicznego na przykład organom nadzorczym a nie organom spółek bankowych. Co więcej w sytuacji obecnej, bez wątplenia nietypowej, należałoby zlecić organom nadzoru nad rynkiem finansowym wykonywanie funkcji wypełnianych dotychczas przez agencje ratingowe. Nadzorcy we współpracy z bankiem centralnym powinni uwiarygodniać uczestników rynku finansowego poprzez upublicznianie syntetycznych np. punktowych ocen ich wiarygodności finansowej. Propozycja ta spotka się prawdopodobnie ze sprzeciwem organów nadzoru, zwiększy bowiem ich współodpowiedzialność za sytuację na rynku finansowym. Upublicznianie syntetycznych, skwantyfikowanych ocen wiarygodności finansowej przez organa nadzorcze mieści się jednak w profilaktycznej misji organów nadzoru i w sytuacji kompromitacji agencji ratingowych może przywrócić zaufanie do uczestników rynku. Wydaje się, że w obecnej sytuacji nie ma podstaw do tego aby instytucje nadzorcze, opłacane przez uczestników rynku, mogły unikać odpowiedzialności za przywracanie zaufania na rynkach finansowych.

Należy również przerwać licytację cenową banków na rynku depozytowym, połączona z hazardem moralnym wynikającym z ochrony depozytów przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Najprościej zrobić to ograniczając ochronę depozytów do tych, których roczne oprocentowanie nie przekracza określonego np. przez Ministerstwo Finansów maksymalnego dopuszczalnego poziomu oprocentowania w skali roku. Depozyty oprocentowane powyżej ustalonego przez MF poziomu nie podlegałyby ochronie. Uniknęlibyśmy w ten sposób zagrożenia dla stabilności finansowej wynikającej nie tylko ze wzrostu wolumenu drogich

depozytów w bankach, które w następstwie hazardu moralnego nie byłyby w stanie efektywnie ich zagospodarować i stałyby się niewypłacalne, ale również ograniczylibyśmy kosztową presję na wzrost cen kredytów dla przedsiębiorstw i ludności. Określenie maksymalnego limitu oprocentowania depozytów, które podlegałyby ochronie BFG należałoby jednak zastosować w ostateczności gdyby inne narzędzia i ewentualne działania KNF ograniczające licytację cenową i hazard moralny na rynku depozytowym okazały się nieskuteczne.

Przedstawione propozycje są dalekie od doskonałości i z pewnością nie są kompletne. Wydaje się, że ich zaletą jest możliwość relatywnie szybkiego wprowadzenia i unikanie angażowania pieniędzy podatników. Zanim bowiem zaangażuje się pieniądze podatników warto rozważyć czy możliwe są rozwiązania antykryzysowe praktycznie bezkosztowe.