

ZESZYT NR 4 (2013)



ekonomia

międzynarodowa



Redakcja:

Jakub Kronenberg (redaktor naczelny)

Piotr Gabrielczak

Tomasz Serwach

Kinga Dudzik (redaktor językowy)

Mark Muirhead (redaktor językowy)

Mariusz Plich (redaktor statystyczny)

Rada naukowa:

prof. zw. dr hab. Janusz Świerkocki (przewodniczący)

prof. dr hab. Rafał Matera

dr Lilianna Jodkowska

Recenzenci:

prof. zw. dr hab. Bogumił Bernaś

prof. dr hab. Piotr Fiszeder

prof. dr hab. Waldemar Florczak

prof. dr hab. Barbara Kryk

prof. dr hab. Halina Nakonieczna-Kisiel

prof. dr hab. Krystyna Żołądkiewicz

Szczegółowe informacje o czasopiśmie i archiwum na stronie www.ekonomia-m.pl

Wydano przy współpracy z Wydawnictwem Uniwersytetu Łódzkiego

Projekt okładki: Michał Stanowski, Agata Wodzińska-Zajac

Skład i korekta: Kinga Dudzik

ISSN: 2082-4440 – wydanie papierowe

ISSN: 2300-6005 – wydanie elektroniczne

Wersja elektroniczna czasopisma jest wersją referencyjną

Spis treści

Programy skupu aktywów Europejskiego Banku Centralnego w dobie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro (Wojciech Grabowski, Ewa Stawasz)	5
Kryzys finansowy XXI wieku jako kryzys zaufania do instytucji gospodarczych i politycznych (Justyna Wieloch).....	22
Droga do unii bankowej – reformy systemu regulacji sektora bankowego (Klaudia Zielińska)	29
Renminbi jako waluta międzynarodowa – stan obecny oraz ocena perspektyw (Tomasz Serwach).....	39

Programy skupu aktywów Europejskiego Banku Centralnego w dobie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro

Wojciech Grabowski*
Ewa Stawasz**

Wstęp

Globalny kryzys finansowy, który rozpoczął się paniką na amerykańskim rynku międzybankowym latem 2007 r., rozprzestrzenił się na wiele krajów. W Europie przyjął on postać kryzysu zadłużeniowego części gospodarek strefy euro, co było związane z wybuchem tzw. kryzysu greckiego w maju 2010 r. Najogólniej rzecz ujmując, można stwierdzić, że wzrost obaw dotyczących stanu finansów publicznych Grecji spowodował intensyfikację napięć na rynkach finansowych. W szczególności objawiło się to wzrostem spreadów między rentownościami obligacji skarbowych państw członkowskich strefy euro a odpowiednimi walorami niemieckimi, które w przypadku większości tzw. krajów peryferyjnych Unii Gospodarczej i Walutowej (UGiW) osiągnęły najwyższy poziom od czasu jej utworzenia w 1999 r.

W ramach działań antykryzysowych podjęto decyzję o utworzeniu Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej, który miał udzielać pomocy finansowej krajom strefy euro napotykaającym trudności w samodzielnym pozyskiwaniu środków po akceptowalnym koszcie. Równocześnie 10 maja 2010 r. Europejski Bank Centralny (EBC) – w celu przywrócenia prawidłowego funkcjonowania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej (EBC, 2010a) – postanowił reaktywować część środków wprowadzanych w odpowiedzi na wcześniejsze fazy kryzysu, a także, co najważniejsze, ogłosił Program Rynków Papierów Wartościowych (Securities Markets Programme, SMP), zakładający możliwość dokonywania przez EBC zakupów obligacji skarbowych państw członkowskich strefy euro na rynku wtórnym.

Z uwagi na traktatowy zakaz bezpośredniego finansowania długów rządów krajów strefy euro przez EBC (art. 123 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, TFUE) ogłoszenie programu SMP wzbudziło duże kontrowersje. Program był szeroko krytykowany w szczególności w Niemczech, gdzie art. 123 TFUE jest postrzegany jako

* Wojciech Grabowski – dr, Katedra Modeli i Prognoz Ekonometrycznych UŁ.

** Ewa Stawasz – mgr, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych UŁ.

jedno z najważniejszych osiągnięć w bankowości centralnej (Weidmann 2011). Z kolei dla innych tylko EBC – jako instytucja dysponująca nieograniczonymi zasobami – jest w stanie skutecznie zapobiegać panice na rynkach obligacji skarbowych w strefie euro (De Grauwe 2011). Równocześnie – z powodu ograniczeń w ramach programu SMP, przede wszystkim dotyczących wielkości nabywanych obligacji – program oceniono jako mało skuteczny (De Grauwe 2012).

W odróżnieniu od programu SMP drugi program EBC, który dopuszcza zakup obligacji skarbowych państw członkowskich strefy euro na rynku wtórnym – program bezwarunkowych transakcji monetarnych (Outright Monetary Transactions, OMT) – zakłada nieograniczony zakres możliwej pomocy. Szczegóły techniczne transakcji OMT podano do publicznej wiadomości we wrześniu 2012 r. Niemniej jednak jego zapowiedź można wiązać z przemówieniem prezesa EBC M. Draghiego, który podczas Global Investment Conference w Londynie w lipcu 2012 r. ogłosił, że EBC – w ramach swojego mandatu – jest gotowy uczynić wszystko, aby ratować euro (Draghi 2012). Zaobserwowany po tej wypowiedzi wyraźny spadek rentowności obligacji skarbowych peryferyjnych krajów strefy euro sprawił, że uznano ją za jedną z najbardziej udanych interwencji słownych w historii bankowości centralnej („The Economist” 2013).

Celem artykułu jest porównanie wpływu programów SMP i OMT na kształtowanie się rentowności obligacji skarbowych peryferyjnych państw strefy euro, przy czym już na wstępie zaznaczamy, że dotychczas (jesień 2013 r.) nie została przeprowadzona żadna interwencja w ramach programu OMT. W efekcie jego wpływ jest rozpatrywany w kontekście spadku rentowności obserwowanego po przemówieniu M. Draghiego z konferencji inwestorów w Londynie. Na tej podstawie stawiamy hipotezę, że program OMT odegrał większą rolę w poprawie sytuacji na rynkach obligacji skarbowych peryferyjnych państw UGiW. Ponadto badamy trwałość skutków tych programów, czyli spadek rentowności analizowanych walorów, przy czym przypuszczamy, że w przypadku programu OMT były one trwalsze. Artykuł składa się z dwóch zasadniczych części:

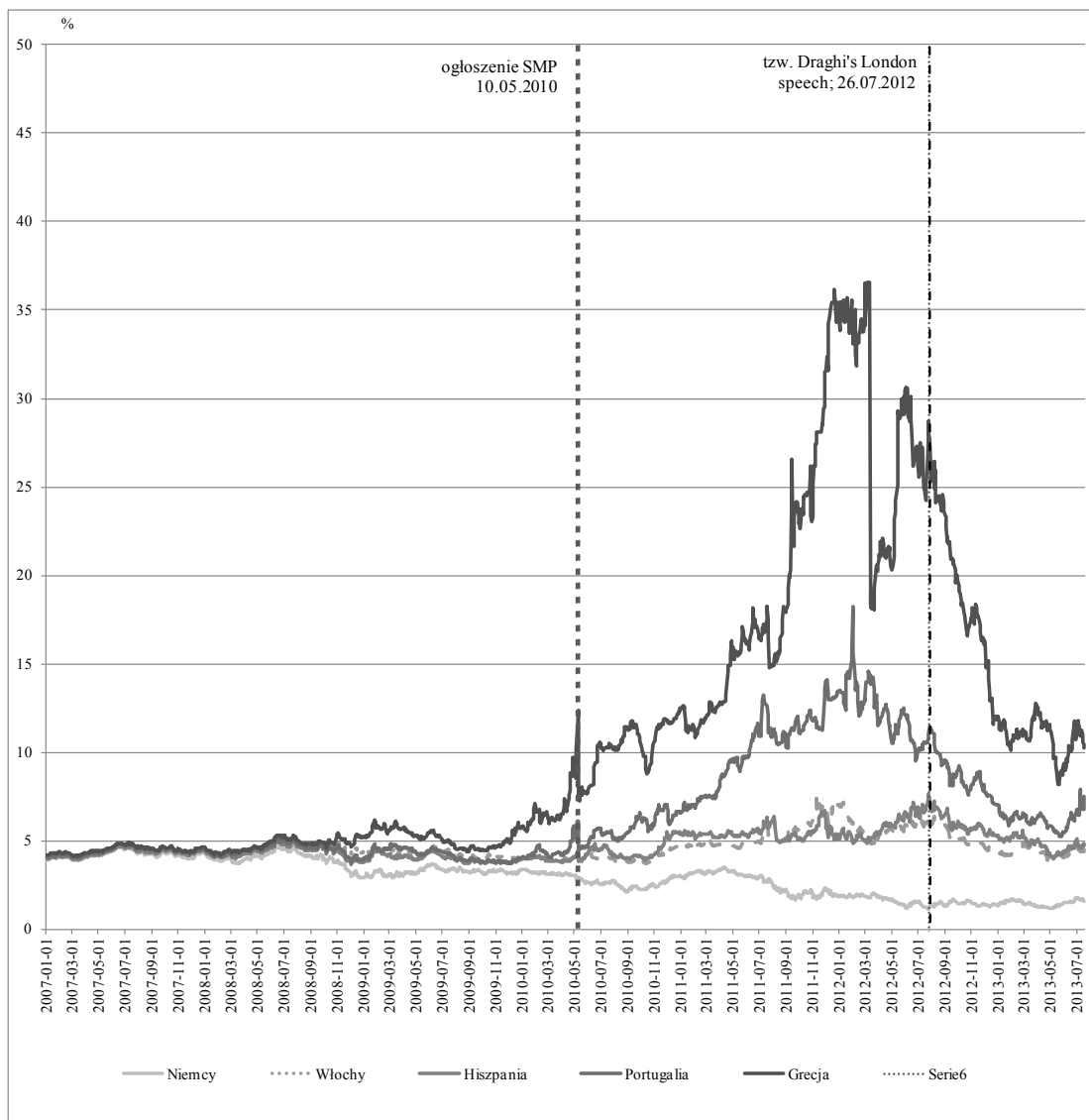
1. w pierwszej przedstawiamy szczegóły techniczne programów SMP i OMT;
2. w drugiej prezentujemy wyniki estymacji parametrów rozszerzonego modelu klasy ARCH.

Programy SMP i OMT

Program SMP został ustanowiony w celu przeciwdziałania nieprawidłowościom w funkcjonowaniu rynków papierów wartościowych oraz w celu przywrócenia właściwego działania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej (EBC, 2010a). Program przewidywał interwencje na rynkach publicznych oraz niepublicznych dłużnych papierów wartościowych państw strefy euro, przy czym – właśnie ze względu na przywoływany art. 123 TFUE – w przypadku tych pierwszych zakupy mogły być dokonywane wyłącznie na rynku wtórnym, zaś w przypadku tych drugich – również na rynku pierwotnym. W założeniach programu podano, że skala interwencji będzie ustalana przez EBC. Równocześnie ogłoszono, że płynność osiągnięta w ramach za-

kupów będzie w pełni sterylizowana, a zatem program nie wpłynie na ogólny poziom płynności i stopy rynku pieniężnego (EBC, 2010b).

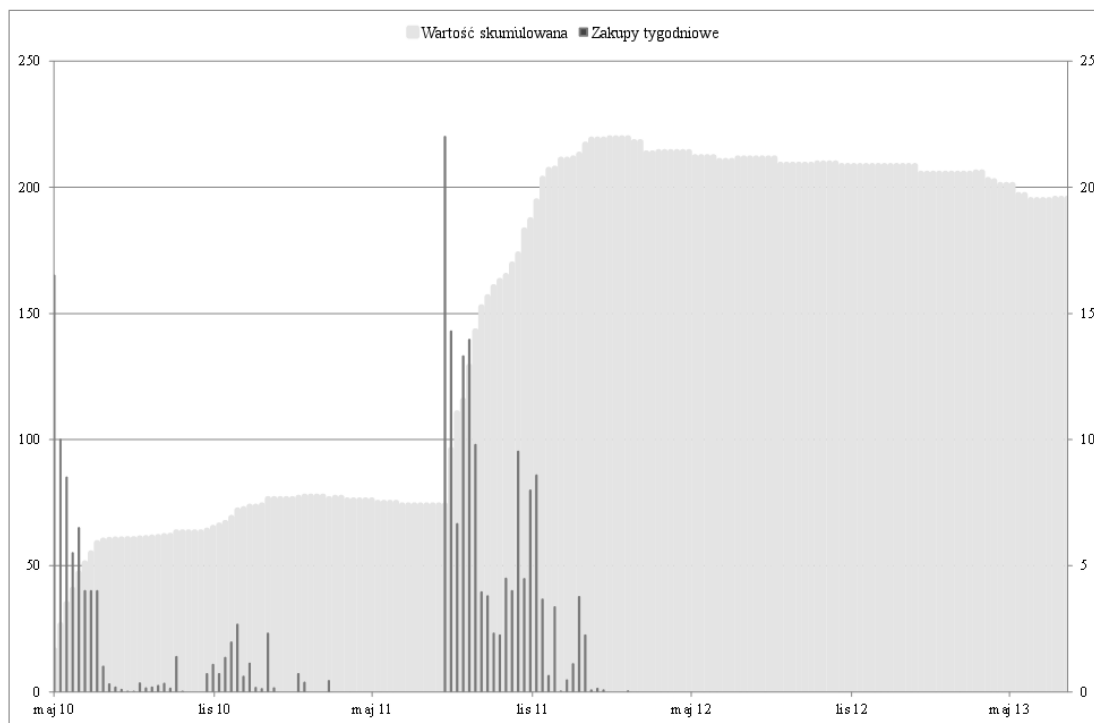
Wykres 1. Programy SMP i OMT na tle rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych wybranych państw strefy euro



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.
Ostatnia obserwacja odnosi się do 19.07.2013 r.

EBC prowadził skup papierów wartościowych w ramach programu SMP dwuetapowo. Od maja 2010 r. do marca 2011 r. EBC zakupił papiery wartościowe o łącznej kwocie 77 000 mln EUR. Po krótkiej przerwie, w sierpniu 2011 r., EBC podjął decyzję o wznowieniu programu. Po okresie sierpień 2011 r. – czerwiec 2012 r. skumulowana wartość zakupów wyniosła 211 500 mln EUR (wykres 2).

Wykres 2. Zakupy w ramach programu SMP (w mld EUR)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.
Ostatnia obserwacja odnosi się do 19.07.2013 r.

Szczegóły techniczne programu OMT zostały podane do publicznej wiadomości we wrześniu 2012 r. Transakcje OMT mają „zapewnić właściwą transmisję impulsów polityki pieniężnej we wszystkich krajach strefy euro i chronić jedność polityki pieniężnej. Pozwolą one Eurosystemowi przeciwdziałać poważnym zaburzeniom na rynkach obligacji skarbowych, wynikającym zwłaszcza z bezpodstawnych obaw inwestorów dotyczących możliwości rezygnacji z euro [...]” (EBC, 2012a). Jednocześnie EBC wyraźnie podkreślał, że działa w ramach mandatu zorientowanego na zapewnienie stabilności cen w średnim okresie, a decyzje dotyczące polityki pieniężnej podejmuje niezależnie (EBC, 2012b).

Zasady programu OMT zostały wyraźnie sprecyzowane. Po pierwsze transakcje OMT są uwarunkowane odpowiednim programem EFSF/ESM, który może przyjąć formę pełnego programu dostosowań makroekonomicznych albo programu ostrożnościowego (w postaci wspomagającej uwarunkowanej linii kredytowej), przy założeniu, że dopuszcza on możliwość dokonywania zakupów na rynku pierwotnym przez EFSF/ESM¹. Równocześnie pomoc Międzynarodowego Funduszu Walutowego w opracowywaniu warunków dotyczących poszczególnych krajów oraz w monitorowaniu danego programu będzie pożądana, choć nie jest ona konieczna (EBC, 2012a). EBC będzie prowadzić transakcje OMT w zakresie, w którym uzna to za zasadne w odniesieniu do polityki pieniężnej, przy założeniu, że zostaną spełnione warunki

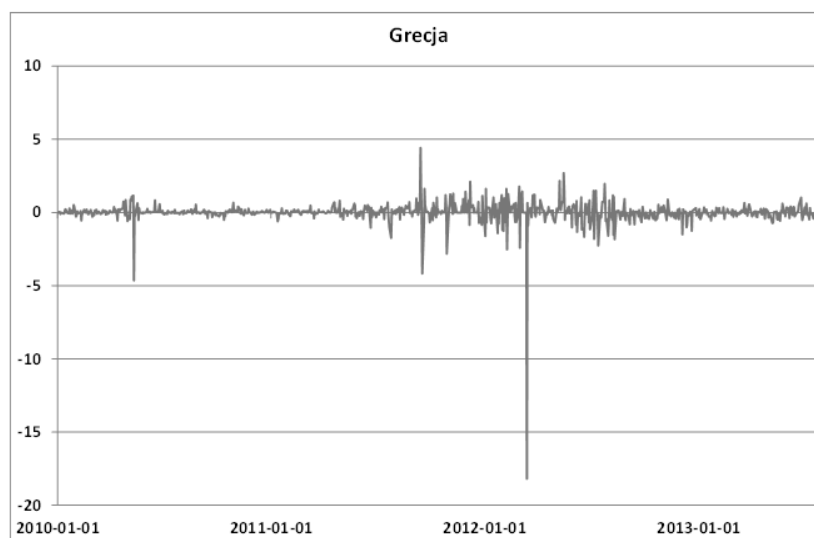
¹ W październiku 2012 r. rozpoczął działalność stały mechanizm pomocy finansowej dla strefy euro – Europejski Mechanizm Stabilności (European Stability Mechanism, ESM), zastępujący EFSF.

odpowiedniego programu EFSF/ESM. Decyzja o zakończeniu transakcji OMT nastąpi w momencie osiągnięcia zakładanych celów albo wtedy, kiedy warunki programu nie zostaną spełnione. EBC pozostawił sobie pełną dyskrecjonalność odnośnie do rozpoczęcia, kontynuacji i zakończenia transakcji OMT. Po drugie transakcje OMT będą skoncentrowane na krótkim krańcu krzywej dochodowości, w szczególności na obligacjach skarbowych o terminie zapadalności od 1 roku do 3 lat. Równocześnie nie ustanowiono żadnych limitów w odniesieniu do rozmiaru transakcji OMT. Po trzecie EBC nie będzie miał statusu wierzyciela uprzywilejowanego (ang. *pari passu treatment*). Po czwarte płynność w ramach programu OMT będzie w pełni sterylizowana. Po piąte program OMT będzie się charakteryzował wysokim stopniem przejrzystości, jeśli chodzi o skupywane aktywa. Po szóste wraz z ogłoszeniem programu OMT program SMP został zakończony.

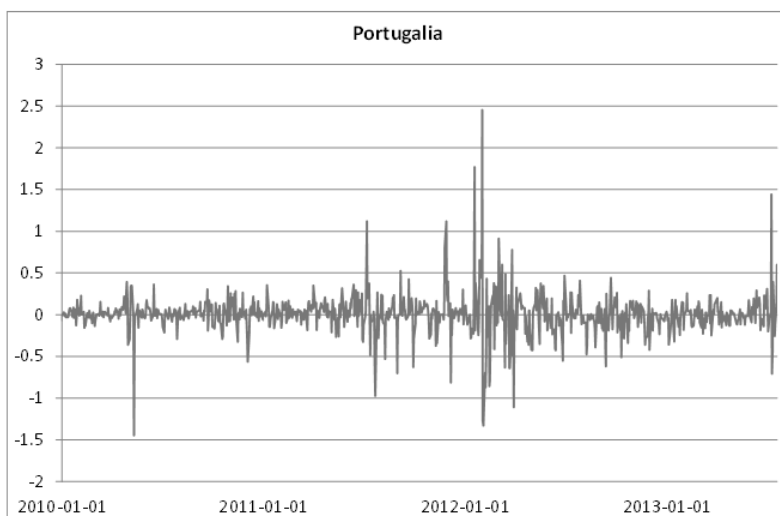
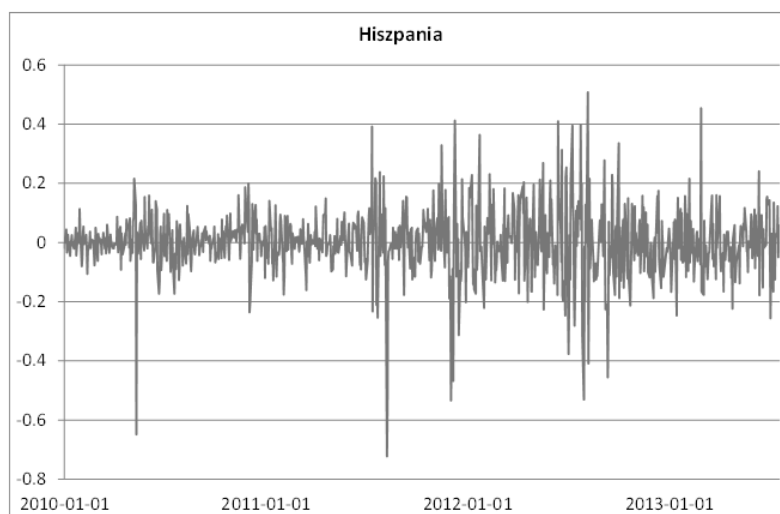
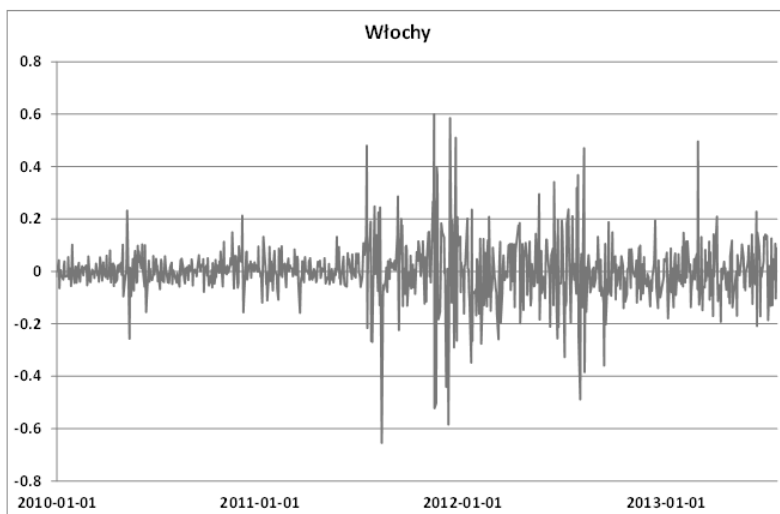
Statystyki opisowe i wyniki testów pierwiastka jednostkowego

Przedmiotem analizy są rentowności obligacji skarbowych ro^i , gdzie i przyjmuje wartości 1,2,3 oraz 4 odpowiednio dla Grecji, Włoch, Hiszpanii i Portugalii. Badanie empiryczne jest oparte na danych dziennych obejmujących okres od początku 2010 r. do 19 lipca 2013 r.². Źródłem danych jest baza Bloomberg. Wykres 3 ilustruje kształtowanie się zmian rentowności obligacji, zaś tabela 1 zawiera statystyki opisowe.

Wykres 3. Zmiany rentowności obligacji skarbowych



² Obligacje skarbowe państw członkowskich strefy euro od momentu jej powstania w 1999 r. do wybuchu kryzysu były traktowane jako bliskie substytuty, co odzwierciedlał niewielki spread między rentownościami tych obligacji. Istotne poszerzenie spreadu nastąpiło w szczególności w efekcie wybuchu kryzysu zadłużeniowego części gospodarek strefy euro. Dlatego też, biorąc pod uwagę konwergencję rentowności przed 2010 r., postanowiliśmy objąć analizą próbę od 2010 r., w którym różnice w rentownościach obligacji skarbowych analizowanych peryferyjnych krajów strefy euro (w szczególności wobec Niemiec) wyraźnie się zwiększyły.



Źródło: Bloomberg.

Tabela 1. Statystyki opisowe dla rentowności obligacji i ich przyrostów

Rentowności				
Kraj	Średnia	Odchylenie standardowe	Skośność	Kurtoza
Grecja	16,3102	8,1378	0,9106	2,8146
Włochy	4,8693	0,8341	0,7743	2,9318
Hiszpania	5,1385	0,7976	0,2601	2,6643
Portugalia	8,3310	2,9498	0,4391	2,0877
Zmiany rentowności				
Kraj	Średnia	Odchylenie standardowe	Skośność	Kurtoza
Grecja	0,0049	0,8098	-12,6933	286,5186
Włochy	0,0004	0,1101	-0,1024	10,3954
Hiszpania	0,0010	0,1138	-0,5829	8,9188
Portugalia	0,0038	0,2406	1,0411	24,4132

Źródło: obliczenia własne.

Jak już zostało zasygnalizowane, szczególnie silny wzrost rentowności obligacji skarbowych analizowanych krajów był związany z wybuchem tzw. kryzysu greckiego (wykres 1). Programy EBC³ doprowadziły do spadków rentowności obligacji. Analiza kształtowania się rentowności wskazuje, że ich spadek, związany z ogłoszeniem programu SMP, był krótkotrwały i dotyczył jedynie Grecji oraz Portugalii. Po interwencji słownej M. Dragiego trend spadkowy rentowności obligacji był obserwowany aż do końca analizowanej próby. Testy pierwiastka jednostkowego zostały przeprowadzone w celu znalezienia stopnia zintegrowania rentowności. Wyniki testów ADF-GLS (por. Elliott, Rothenberg, Stock 1996) zawiera tabela 2. Jak widać – jeśli przyjmiemy poziom istotności 0,05 – rentowność obligacji dla wszystkich czterech krajów jest zmienną zintegrowaną w stopniu pierwszym. Jednocześnie obserwowane jest zjawisko grupowania wariacji dla zmian rentowności, a zatem najodpowiedniejszy jest model należący do klasy modeli ARCH (por. Brzeszczyński, Kelm 2002; Osińska 2006; Doman i Doman 2009).

Pomimo częstego traktowania peryferyjnych krajów strefy euro jako gospodarek podobnych należy zauważyć różnice w kształtowaniu się zmian rentowności dla czterech państw. Tylko w przypadku greckich obligacji skarbowych obserwowana jest silna asymetria lewostronna. Oznacza to zatem, że spadki rentowności, które wyraźnie różniły się od średniej zmiany oprocentowania, były bardziej powszechne niż ekstremalne wzrosty rentowności. Wynik ten nie budzi wątpliwości, gdyż bardzo wyraźne spadki

³ Uściślając – w przypadku programu OMT odwołujemy się do interwencji słownej M. Dragiego z Londynu z lipca 2012 r. EBC uruchomił równocześnie jeszcze jeden program skupu aktywów – Covered Bonds Purchase Programme. Niemniej jednak nie dotyczył on obligacji rządowych państw członkowskich strefy euro.

rentowności greckich obligacji zanotowano na początku działania programu SMP, po interwencji słownej M. Draghiego, oraz 13 marca 2012 r. Rentowność obligacji z dnia na dzień średnio rosła, a dodatnia wartość mediany dla zmiennej Δro_t^i wskazuje na większą liczbę okresów wzrostu oprocentowania. Spadki rentowności były zdecydowanie rzadsze, ale miały większą skalę. W przypadku Włoch, Hiszpanii i Portugalii asymetria nie jest tak wyraźna. Może to wynikać z faktu, że spadki wywołane wprowadzeniem programu SMP oraz interwencją słowną M. Draghiego nie były aż tak wyraźne jak w przypadku Grecji. Nie odnotowano także okresu gwałtownego spadku rentowności obligacji, który miał miejsce w Grecji 13 marca 2012 r. (spadek rentowności o około 18 punktów procentowych). W przypadku obligacji skarbowych Grecji obserwowana jest także najwyższa zmienność zmian rentowności. Najniższa zmienność dotyczy Włoch. Wspólną cechą zmiennej Δro_t^i dla analizowanych krajów jest dodatnia średnia oraz leptokurtyczność rozkładu.

Tabela 2. Testowanie stopnia zintegrowania rentowności za pomocą testów ADF-GLS. W nawiasach podano liczbę opóźnień dla procesów generujących dane

Kraj	Poziomy		Przyrosty	
	Statystyka ADF-GLS	Graniczny poziom istotności	Statystyka ADF-GLS	Graniczny poziom istotności
Grecja	-0,798 (17)	0,370	-7,461 (16)	0,000
Włochy	-1,352 (13)	0,164	-2,711 (20)	0,007
Hiszpania	-1,017 (18)	0,278	-3,059 (19)	0,002
Portugalia	-0,513 (12)	0,495	-9,928 (11)	0,000

Źródło: opracowanie własne.

Model GARCH wyjaśniający kształtowanie się zmian rentowności

Ze względu na zauważalne zjawisko grupowania wariancji wydaje się, że model klasy ARCH najbardziej nadaje się do wyjaśnienia kształtowania się zmian rentowności. Obecność efektu ARCH należy jednak formalnie przetestować za pomocą testu Engle'a (1982). Do modelu jako jedną ze zmiennych objaśniających zdecydowaliśmy się włączyć zmiany szerokiego indeksu Euro Stoxx 50. W skład analizowanego indeksu wchodzi 50 największych pod względem kapitalizacji rynkowej spółek z krajów strefy euro. Uwzględnienie kształtowania się tej zmiennej w modelu ma na celu odizolowanie wpływu wahań nastrojów w strefie euro od wpływu działań kryzysowych EBC. Punktem wyjścia jest następujący model ADL (por. Welfe 2009):

$$\Delta ro_t^i = \mu + \sum_{k=0}^{K1} \theta_k \Delta es50_{t-k} + \sum_{k=1}^{K2} \lambda_k \Delta ro_{t-k}^i + \varepsilon_t \quad (1)$$

gdzie $\Delta es50_t$ oznacza zmianę indeksu Euro Stoxx 50. Zmienna ta, podobnie jak przyrosty rentowności obligacji, okazała się stacjonarna (zmienna $es50_t$ jest I(1)). Test

pominiętych zmiennych (por. Fan, Li 1996) wykorzystywany jest w celu wyeliminowania nieistotnych regresorów w modelu (1). Sekwencyjna eliminacja nieistotnych zmiennych odbywa się przy dwustronnym obszarze krytycznym $\kappa = 0.1$. Jako maksymalny rząd opóźnień w najbardziej ogólnym modelu przyjmuje się $K1 = 10$ oraz $K2 = 10$. Tabela 3 zawiera wyniki testowania efektu ARCH(10) dla każdego z czterech krajów po usunięciu nieistotnych zmiennych objaśniających.

Tabela 3. Testowanie efektu ARCH. Wartości w nawiasach oznaczają graniczne poziomy istotności.

Kraj	Testowanie efektu ARCH – wartość statystyki LM (10)
Grecja	115,99 (0,000)
Hiszpania	141,80 (0,000)
Portugalia	75,16 (0,000)
Włochy	367,24 (0,000)

Źródło: opracowanie własne.

Jak widać, w przypadku każdego z czterech krajów występuje efekt ARCH. Wybór modelu GARCH(1,1)⁴ wynika z faktu, że model zaproponowany przez Bollersleva (1986) jest ekwiwalentny modelowi ARCH z nieskończoną liczbą opóźnień i zawiera niewielką liczbę parametrów. Leptokurtyczność rozkładów zmian rentowności obligacji sprawia, że w przypadku składnika losowego zamiast rozkładu normalnego rozważany jest zaproponowany przez Nelsona (1991) uogólniony rozkład błędu GED z nieznaną liczbą stopni swobody⁵. Punktem wyjścia w przypadku każdego z czterech krajów jest następujący rozszerzony model GARCH(1,1)⁶:

$$\Delta ro_t^i = \mu + \sum_{k=0}^{K1} \theta_k \Delta es50_{t-k} + \sum_{k=1}^{K2} \lambda_k \Delta ro_{t-k}^i + \varepsilon_t, \quad \varepsilon_t \sim GED(\omega), \quad (2)$$

$$\sigma_t^2 = \delta + \alpha \varepsilon_{t-1}^2 + \beta \sigma_{t-1}^2,$$

w którym parametry przy zmiennych nieistotnych wyeliminowanych w pierwszym kroku (model (1)) przyjmują wartość 0. W przypadku równania wariancji przyjmujemy założenia, że $\delta > 0$, $\alpha > 0$ oraz $\beta > 0$. Ze względu na gwałtowny spadek rentowności obligacji greckich 13 marca 2012 r. w przypadku Grecji model (2) został rozszerzony o zmienną $U_{20120313}$, przyjmującą wartość 1 tego dnia oraz 0 w pozostałych okresach. Proponujemy rozszerzyć model (2), uwzględniając zmienne przyjmujące wartość 1 w dniach ogłoszenia programów przez EBC oraz 0 w pozostałych okresach. Przypuszcza się bowiem, że po zapowiedziach programów spadki rentowności były wyraźniejsze niż w okresach poprzedzających pomoc. Świadczy o tym kształtowanie się rentowności i załamania rentowności w okresach następujących po ogłoszeniu

⁴ Brak istotności opóźnionej wariancji w równaniu bieżącej wariancji składnia do wyboru modelu ARCH(1) zamiast GARCH(1,1).

⁵ Nieistotność parametru związanego z asymetrią sprawiła, że został dopasowany symetryczny rozkład GED.

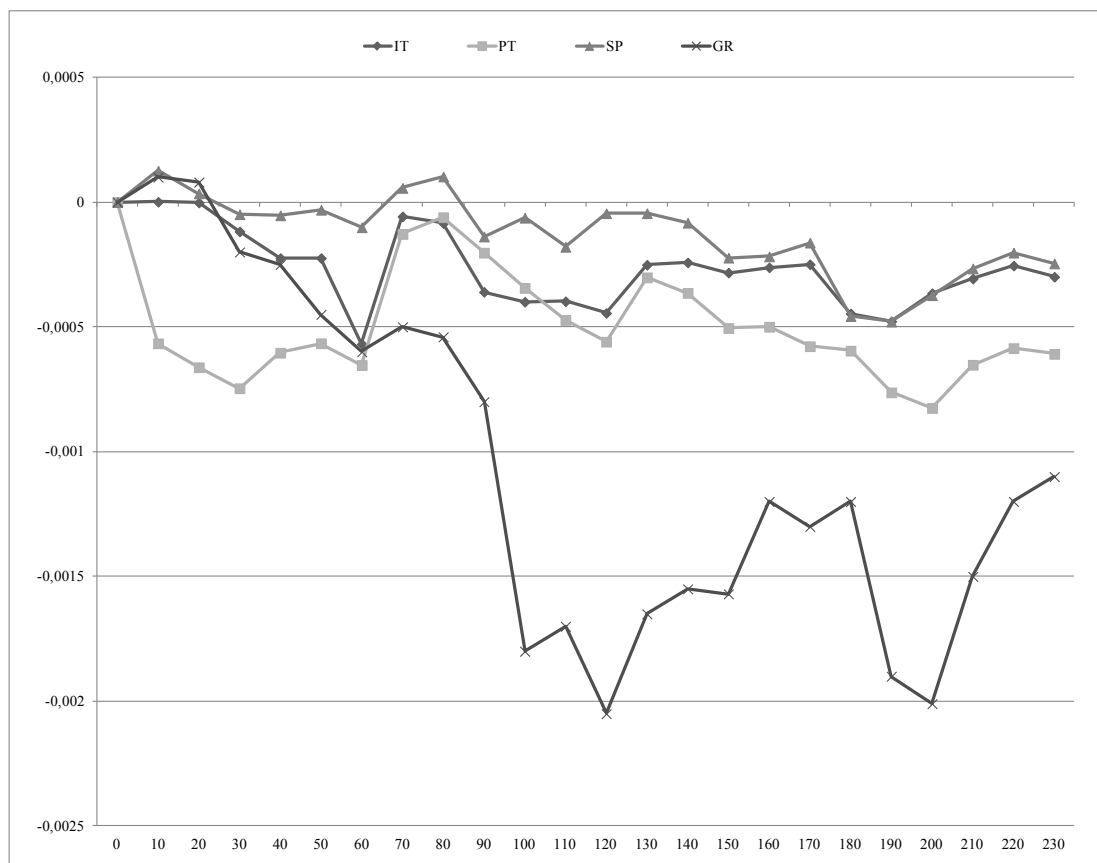
⁶ Jedynie w przypadku Włoch uzasadnione było dopasowanie skośnego rozkładu t z parametrem skośności θ .

programów. Stawiamy jednak hipotezę, że ogłoszenie programu SMP 10 maja 2010 r. miało wpływ krótkookresowy, podczas gdy wpływ interwencji słownej M. Dragiego z 26 lipca 2012 r. okazał się zdecydowanie trwalszy. Aby zilustrować trwałość skutków zapowiedzi M. Dragiego, proponujemy rozszerzyć model (2) o następującą zmienną: DR_t^s – zmienna przyjmująca wartość 1 w okresach $t, t + 1, \dots, t + s$, gdzie t jest dniem następującym po interwencji słownej M. Dragiego.

Im wyższe są wartości s , tym większe jest przekonanie o trwałości skutków interwencji słownej M. Dragiego. Porównujemy wartości kryterium informacyjnego Akaike dla wszystkich czterech krajów, dla modelu (2) rozszerzonego o zmienną DR_t^s i dla różnych wartości s . Wybór kryterium informacyjnego Akaike wynika z faktu, że dzięki porównaniu jego wartości dla różnych modeli jesteśmy w stanie wybrać tę specyfikację, która dostarcza najlepszej informacji badaczowi (por. Burnham, Anderson 2004, Florczak 2012). Wykres 4 ilustruje kształtowanie się procentowych różnic pomiędzy wartością kryterium informacyjnego dla danego s oraz $s = 0$, czyli zmiennej:

$$K(w) = \frac{(AIC(s = w) - AIC(s = 0))}{|AIC(s = 0)|} \quad (3)$$

Wykres 4. Wartości zmiennej (3) po informacji o programie OMT (oś rzędnych zawiera liczbę dni po informacji o programie, na osi odciętych zawarte są wartości zmiennej (3))

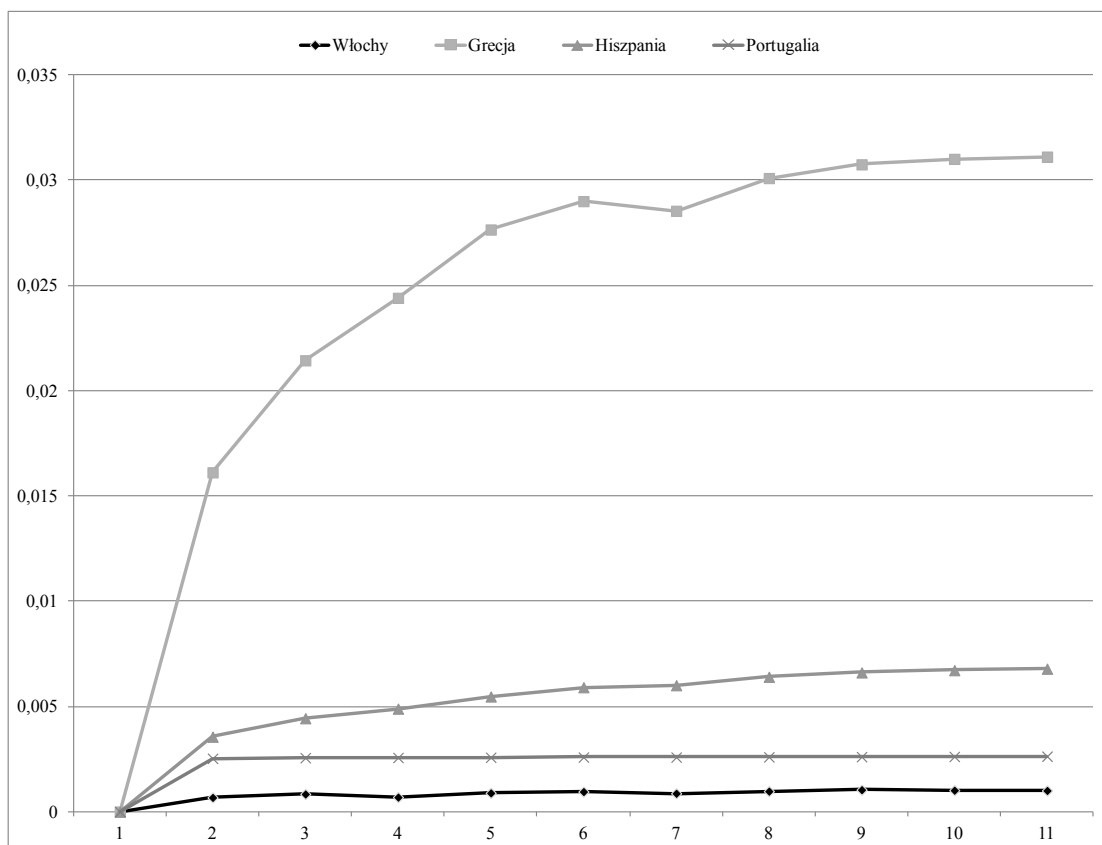


Źródło: opracowanie własne.

Jak widać, w przypadku wyższych wartości w mamy do czynienia z niższymi wartościami kryterium informacyjnego AIC. Oznacza to zatem, że informacja płynąca z modelu zakładającego, że skutki interwencji słownej M. Draghiego były trwałe, jest lepsza od informacji z modelu zakładającego natychmiastowy skutek interwencji. Uzyskane wyniki świadczą zatem o tym, że po wypowiedzi M. Draghiego nastąpiła trwała zmiana przyrostów rentowności obligacji. W przypadku Grecji obserwowany jest największy procentowy spadek wartości kryterium informacyjnego po wprowadzeniu zmiennej DR_t^{235} . Oznacza to, że interwencja słowna M. Draghiego w największym stopniu przyczyniła się do poprawy sytuacji na rynku obligacji skarbowych w Grecji.

W celu pokazania, że po ogłoszeniu programu SMP 10 maja 2010 r. spadki rentowności były krótkotrwałe, przeprowadzono podobną analizę polegającą na dołączeniu zmiennej SMP_t^s , która przyjmuje wartość 1 w okresach $t, t+1, \dots, t+s$, gdzie t jest dniem następującym po ogłoszeniu. Analogicznie jak w poprzednim przypadku obliczamy wartość (3) dla różnych w . Wykres 5 ilustruje wartości analizowanego miernika. Jak widać, już dla $w=1$ mamy do czynienia ze znaczącym spadkiem wartości kryterium informacyjnego AIC. W związku z tym największa wartość informacyjna dotyczy modelu zawierającego zmienną SMP_t^0 . Należy to interpretować jako niezbyt trwały skutek SMP.

Wykres 5. Wartości zmiennej (3) po programie SMP (oś rzędnych zawiera liczbę dni po wprowadzeniu programu, a na osi odciętych zawarte są wartości zmiennej (3))



Źródło: opracowanie własne.

W celu zilustrowania natychmiastowego wpływu wprowadzenia programu SMP, a także pokazania krótkookresowych i długookresowych skutków interwencji słownej M. Draghiego dokonano estymacji parametrów rozszerzonego modelu GARCH uwzględniającego zdefiniowaną wcześniej zmienną SMP_t^0 oraz zmienne DR_LONG_t i DR_SHORT_t . Analiza kształtowania się rentowności obligacji skarbowych w przypadku Grecji, Włoch i Hiszpanii wskazuje na to, że dwa dni robocze po interwencji słownej M. Draghiego obserwowano gwałtowną reakcję rynków, a skala spadków rentowności była wyraźna. W kolejnych dniach nadal obserwowano spadkowy trend rentowności; nie należy go jednak utożsamiać z natychmiastową reakcją rynków. Dlatego też zmienna DR_SHORT_t przyjmuje wartość 1 w pierwszym oraz drugim dniu po interwencji, a zmienna DR_LONG_t przyjmuje wartość 1 od 31 lipca 2012 r. aż do końca analizowanej próby. Tabela 4 zawiera oszacowania parametrów rozszerzonego modelu GARCH(1,1) dla Grecji oraz Włoch, a tabela 5 zawiera oszacowania dla Hiszpanii i Portugalii. Specyfikacje zostały wybrane tak, aby graniczne poziomy istotności dla zmiennych występujących w modelu nie przekraczały 0,1.

Tabela 4. Oszacowania parametrów modeli dla Grecji i Włoch

Grecja Równanie wartości średniej				
Zmienna	Oszacowanie	Błąd standardowy	Statystyka t	Graniczny poziom istotności
const	0,022	0,004	5,037	0,000
Δro_{t-1}	0,046	0,017	2,790	0,005
$\Delta es50_{t-1}$	-0,001	0,000	-7,234	0,000
SMP_t^0	-4,474	0,115	-39,065	0,000
DR_SHORT_t	-1,016	0,425	-2,389	0,017
DR_LONG_t	-0,049	0,011	-4,544	0,000
$U20120313_t$	-18,214	0,120	-152,142	0,000
Grecja Równanie wariancji				
const	0,002	0,001	2,470	0,013
ε_{t-1}^2	0,221	0,043	5,101	0,000
σ_{t-1}^2	0,813	0,028	29,217	0,000
ω	0,786	0,041	19,227	0,000

Włochy Równanie wartości średniej				
Zmienna	Oszacowanie	Błąd standardowy	Statystyka t	Graniczny poziom istotności
const	0,002	0,002	1,226	0,220
Δro_{t-2}	-0,089	0,033	-2,657	0,008
$\Delta es50_{t-1}$	-0,0003	$5 \cdot 10^{-5}$	-5,219	0,000
$\Delta es50_{t-2}$	-0,0001	$5 \cdot 10^{-5}$	-2,188	0,029
DR_SHORT_t	-0,343	0,164	-2,092	0,036
DR_LONG_t	-0,012	0,005	-2,452	0,014
Włochy Równanie wariancji				
Zmienna	Oszacowanie	Błąd standardowy	Statystyka t	Graniczny poziom istotności
const	0,0002	$8 \cdot 10^{-5}$	2,733	0,006
ε_{t-1}^2	0,307	0,053	5,829	0,000
σ_{t-1}^2	0,726	0,038	19,012	0,000
ω	1,216	0,060	20,440	0,000

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 5. Oszacowania parametrów modeli dla Hiszpanii i Portugalii

Hiszpania Równanie wartości średniej				
Zmienna	Oszacowanie	Błąd standardowy	Statystyka t	Graniczny poziom istotności
const	0,004	0,002	1,769	0,077
$\Delta es50_t$	0,102	0,031	3,251	0,001
$\Delta es50_{t-1}$	-0,052	0,031	-1,678	0,093
$\Delta es50_{t-2}$	-0,0004	$6 \cdot 10^{-5}$	-7,221	0,000
DR_SHORT_t	-0,382	0,121	-3,162	0,002
DR_LONG_t	-0,013	0,006	-1,987	0,047

Hiszpania Równanie wariancji				
Zmienna	Oszacowanie	Błąd standardowy	Statystyka t	Graniczny poziom istotności
const	0,0001	$6 \cdot 10^{-5}$	2,174	0,030
ε_{t-1}^2	0,125	0,026	4,783	0,000
σ_{t-1}^2	0,876	0,021	41,183	0,000
ω	1,237	0,057	21,819	0,000
Portugalia Równanie wartości średniej				
Zmienna	Oszacowanie	Błąd standardowy	Statystyka t	Graniczny poziom istotności
const	0,001	0,001	1,027	0,304
$\Delta es50_t$	-0,0002	$3 \cdot 10^{-5}$	-6,945	0,000
$\Delta es50_{t-1}$	$7 \cdot 10^{-5}$	$3 \cdot 10^{-5}$	2,728	0,006
$\Delta es50_{t-2}$	-0,0001	$3 \cdot 10^{-5}$	-5,107	0,000
SMP_t^0	-1,479	0,239	-6,199	0,000
DR_LONG_t	-0,014	0,007	-2,051	0,040
Portugalia Równanie wariancji				
Zmienna	Oszacowanie	Błąd standardowy	Statystyka t	Graniczny poziom istotności
const	$5 \cdot 10^{-5}$	$2 \cdot 10^{-5}$	2,284	0,022
ε_{t-1}^2	0,082	0,012	6,737	0,000
σ_{t-1}^2	0,922	0,010	94,107	0,000
ω	1,043	0,035	29,788	0,000

Źródło: opracowanie własne.

Uzyskane rezultaty wskazują na krótkotrwały wpływ programu SMP na obniżenie rentowności obligacji greckich i portugalskich. Wyższa wartość bezwzględna oszacowania dotyczy kraju najbardziej dotkniętego kryzysem strefy euro, czyli Grecji. W przypadku Włoch i Hiszpanii zmienna SMP_t^0 okazała się nieistotna statystycznie. Krótkookresowy wpływ wypowiedzi M. Dragiego jest znaczący na poziomie

istotności 0,1 dla Grecji, Włoch oraz Hiszpanii. Porównanie wartości bezwzględnych oszacowań parametrów przy zmiennej ilustrującej natychmiastowy wpływ interwencji słownej M. Dragiego wskazuje, że greckie obligacje skarbowe w największym stopniu „skorzystały” z interwencji słownej M. Dragiego, co oznacza, że różnica pomiędzy średnimi przyrostami rentowności dla okresu obejmującego 2 dni robocze po interwencji słownej w stosunku do reszty okresu okazała się największa w przypadku tego kraju. Porównanie wartości bezwzględnych oszacowań przy zmiennej DR_LONG , również wskazuje na najsilniejszą reakcję greckiego rynku obligacji skarbowych spośród wszystkich peryferyjnych państw strefy euro. Wynik ten nie budzi wątpliwości, gdyż Grecja w największym stopniu była dotknięta kryzysem zadłużeniowym, rentowności tamtejszych obligacji osiągały ekstremalne poziomy w okresach największych napięć na rynkach finansowych. Uzyskane wyniki oszacowań wskazują na natychmiastowy wpływ programu SMP na rynek obligacji skarbowych, podczas gdy wpływ interwencji słownej M. Dragiego okazał się zdecydowanie trwalszy. Obecność zmiennych związanych ze zmianami indeksu Euro Stoxx 50 wskazuje na to, że wahania nastrojów w strefie euro miały wpływ na rynek obligacji skarbowych w peryferyjnych krajach strefy euro. Jednak po odizolowaniu wpływu wahań nastrojów w strefie euro, okazało się, że program SMP oraz interwencja słowna M. Dragiego miały korzystny wpływ na sytuację na analizowanych rynkach.

Podsumowanie

W odpowiedzi na kryzys zadłużeniowy w strefie euro EBC zdecydował się na wprowadzenie dwóch programów zakładających możliwość skupu rządowych obligacji skarbowych na rynku wtórnym – SMP i OMT. Programy te różniły się od siebie pod względem założeń oraz skuteczności. O większej skuteczności interwencji słownej M. Dragiego z konferencji inwestorów w Londynie z lipca 2012 r., którą uznajemy za zapowiedź programu OMT, świadczą zarówno wyniki estymacji parametrów analizowanych modeli, jak i analiza kształtowania się rentowności obligacji.

W niniejszym artykule została zaproponowana koncepcja porównania wartości kryterium informacyjnego Akaike w celu wybrania najlepszych specyfikacji modelu. Okazało się, że modele zawierające zmienną zakładającą trwały skutek interwencji słownej M. Dragiego niosą ze sobą zdecydowanie więcej informacji w porównaniu z modelami ze zmienną zakładającą tylko natychmiastowy skutek interwencji. W przypadku programu SMP zdecydowanie najwięcej informacji dostarcza model ze zmienną zakładającą tylko natychmiastowy skutek wprowadzenia programu. Wyniki te jednoznacznie potwierdzają postawioną w artykule hipotezę dotyczącą większej trwałości programu OMT.

Podziękowania

Autorzy pragną podziękować anonimowym Recenzentom za cenne uwagi dotyczące pierwotnej wersji artykułu. Uwzględnienie wskazówek Recenzentów umożliwiło podniesienie jakości artykułu.

Bibliografia

- Bollerslev T. (1986), Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity, *Journal of Econometrics*, t. 31.
- Brzeszczyński, J., Kelm R. (2002), *Ekonometryczne modele rynków finansowych. Modele kursów giełdowych i kursów walutowych*, Wydawnictwo Naukowo-Techniczne, Warszawa.
- Burnham K.P., Anderson D.R. (2004), *Understanding AIC and BIC in Model Selection*, *Sociological Methods and Research*, t. 33/2.
- De Grauwe P. (2011), *The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?*, CESifo Working Paper No. 3569.
- De Grauwe P. (2012), *Why the EU summit decisions may destabilise government bond markets*, www.voxeu.org/article/why-eu-summit-decisions-may-destabilise-government-bond-markets (data dostępu: 2.07.2012 r.).
- Doman M., Doman R. (2009), *Modelowanie zmienności i ryzyka. Metody ekonometrii finansowej*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa.
- Draghi M. (2012), *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi*, Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 lipca 2012 r.
- EBC (2010a), *10 May 2010 – ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets*.
- EBC (2010b), *Additional measures decided by the Governing Council*, ECB Monthly Bulletin, May 2010.
- EBC (2012a), *6 September 2012 – Technical features of Outright Monetary Transactions*.
- EBC (2012b), *Środki z zakresu polityki pieniężnej uchwalone przez Radę Prezesów 6 września 2012 r.*, Biuletyn Miesięczny, wrzesień 2012.
- Elliott G., Rothenberg T.J. and Stock J.H. (1996), *Efficient Tests for an Autoregressive Unit Root*, *Econometrica*, t. 64/4.
- Engle R. (1982), *Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation*, *Econometrica*, t. 50.
- Fan Y., Li Q. (1996), *Consistent model specification tests: Omitted variables and semi-parametric functional forms*, *Econometrica*, t. 64/4.
- Florczak W. (2012), *O możliwości zintegrowanej weryfikacji empirycznej alternatywnych teorii na przykładzie teorii przestępczości*, *Ekonomista*, t. 2012/6.
- Nelson D.B. (1991), *Conditional Heteroscedasticity in Asset Returns. A New Approach*, *Econometrica*, t. 59.
- Osińska M. (2006), *Ekonometria finansowa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Wersja skonsolidowana Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (2010), *Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej*, 30.03.2010 r.
- Weidmann J. (2011), *Managing macroprudential and monetary policy – a challenge for central banks*, Speech, 08.11.2011 r.
- Welfe A. (2009), *Ekonometria. Metody i ich zastosowanie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- „The Economist” (2013), *Minutes are no longer heresy*, August 1st 2013.

Streszczenie

Przedmiotem artykułu jest analiza skuteczności programów skupu aktywów, które Europejski Bank Centralny wprowadził w odpowiedzi na kryzys zadłużeniowy części gospodarek strefy euro – tj. programów Securities Markets Programme i Outright Monetary Transactions. W artykule badana jest trwałość efektów wprowadzenia tych dwóch programów, mierzonych zmianą rentowności obligacji skarbowych. Wykorzystując kryterium informacyjne Akaike, dochodzimy do wniosku, że oddziaływanie programu Outright Monetary Transactions było dłuższe niż programu Securities Markets Programme.

Summary

European Central Bank's asset purchase programs in the age of the debt crisis in the Eurozone

The aim of the article is to analyse the effectiveness of the asset purchase programs implemented by the European Central Bank during the sovereign debt crisis of some euro area countries (i.e. Securities Markets Programme i Outright Monetary Transactions). We examine how those programs translate into changes in sovereign bond yields. With the aid of the Akaike information criterion we conclude that the impact of the Outright Monetary Transactions was more durable.

Słowa kluczowe: kryzys w strefie euro, programy pomocowe EBC, kryterium informacyjne Akaike.

Key words: euro area sovereign debt crisis, asset purchase programs, AIC.

Kryzys finansowy XXI wieku jako kryzys zaufania do instytucji gospodarczych i politycznych

Justyna Wieloch*

Wstęp

Współczesny kryzys finansowy, zapoczątkowany w 2008 roku, do dziś jest jednym z tematów najczęściej poruszanych zarówno przez media czy polityków, jak i społeczeństwo. Niewątpliwie wynika to z tego, że osłabienie koniunktury wpływa na życie każdego z nas. Niezależnie bowiem od stopnia zaangażowania w problemy gospodarcze w skali krajowej czy międzynarodowej ostatecznie to właśnie przeciętni obywatele ponoszą konsekwencje zarówno słusznych, jak i błędnych decyzji polityków, prezesów firm, finansistów.

Celem artykułu jest przedstawienie przyczyn kryzysu gospodarczego z pierwszej dekady XXI wieku. Analiza źródeł załamania gospodarki światowej w kontekście działalności instytucji politycznych i gospodarczych pozwoli wskazać, w jakim stopniu organizacje opierające swoją działalność na zaufaniu społecznym przyczyniły się do powstania kryzysu, jakie błędy popełniły, a także – jakie motywy nimi kierowały.

Omawiany kryzys jest kryzysem globalnym, dlatego artykuł nie skupia się w szczególności na Polsce – polska gospodarka jest gospodarką rozwijającą się, o małym znaczeniu dla światowych obrotów handlowych, bez znaczących na rynku światowym korporacji oraz instytucji o krajowym rodowodzie – która nie przyczyniła się istotnie do kryzysu i najpewniej nie będzie miała dużego wpływu na uzdrowienie światowego systemu gospodarczego.

Tuż po wybuchu kryzysu finansowego wielu specjalistów próbowało wskazać jedną, zasadniczą przyczynę, która doprowadziła do tak drastycznego załamania światowych finansów. Jednak w miarę pogłębiania się kryzysu wychodziły na jaw kolejne nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynków finansowych, a także w zachowaniu ich uczestników. Poniżej przedstawiono najważniejsze przyczyny nagłego załamania systemu finansów w 2008 roku.

* Justyna Wieloch – mgr, Katedra Wymiany Międzynarodowej UŁ.

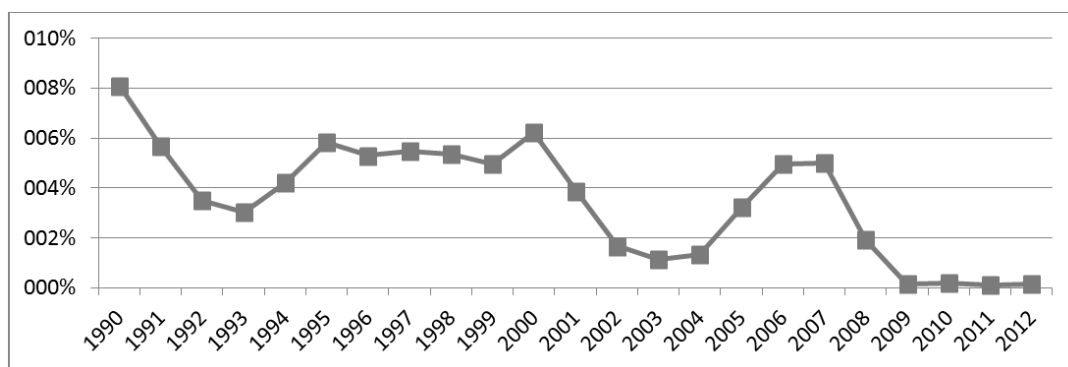
Polityka Stanów Zjednoczonych

Jedną z najważniejszych przyczyn kryzysu była prowadzona w Stanach Zjednoczonych polityka taniego pieniądza połączona z filozofią wprowadzoną przez prezydenta Billa Clintona, zgodnie z którą każdego Amerykanina powinno być stać na dom. Obywatele dysponujący wystarczającymi środkami finansowymi zgłaszali się po kredyt do banku. Jednak część gospodarstw zgłaszających chęć nabycia domu nie miała zdolności kredytowej. W odpowiedzi na popyt zgłaszany przez tych klientów instytucje takie jak Fannie Mae na mocy gwarancji rządowych udzielały kredytów również najmniej wiarygodnym inwestorom. Polityka rządu amerykańskiego oraz udzielane gwarancje doprowadziły do powstania silnych bodźców zachęcających banki do udzielania kredytów typu subprime, co przyczyniło się do powstania nieodpowiednich relacji między dobrymi a złymi kredytami.

Ingerencja rządu USA w politykę udzielania kredytów hipotecznych spowodowała, że na rynku nieruchomości w tym kraju ceny stale rosły, a oprocentowanie kredytów było niskie. Z tego powodu opłacało się je zaciągać nie tylko po to, by rzeczywiście móc zamieszkać w nowo kupionym domu, ale również po to – skoro ceny nieruchomości stale rosły – by go z zyskiem sprzedać. Wytworzyła się spirala, której uczestnikami były nie tylko gospodarstwa domowe będące w stanie spłacić swoje zadłużenie, ale również podmioty, których nie było na to stać. Spłata kredytów typu subprime była uzależniona od cen na rynku nieruchomości i wysokości oprocentowania kredytów.

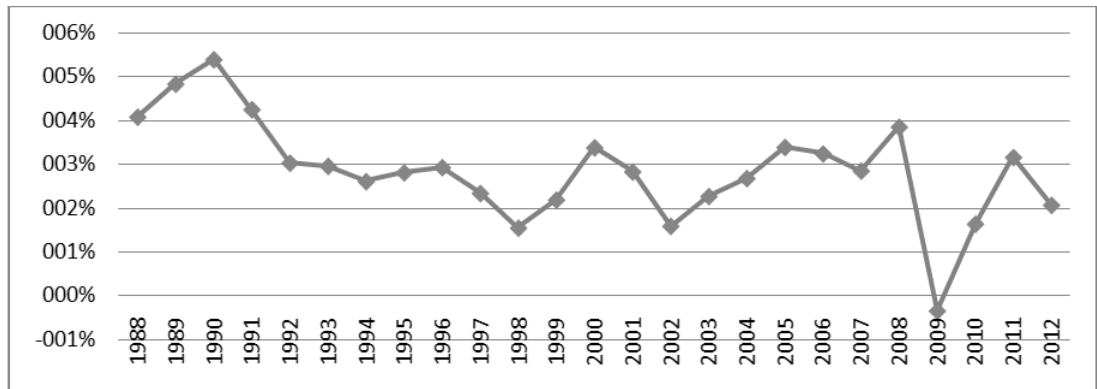
Prowadzona przez System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (FED) polityka taniego pieniądza powodowała ciągły wzrost cen nieruchomości (Jickling 2009, s. 4), który miał odzwierciedlenie w stale rosnącej inflacji; z tego powodu musiała nastąpić zmiana polityki FED. W 2003 roku FED rozpoczął podwyższanie stóp procentowych, co drastycznie zmieniło sytuację na rynku. Każda podwyżka stóp procentowych odciągała kapitał z konsumpcji w stronę oszczędzania. W przypadku USA wzrost opłacalności inwestowania w lokaty bankowe odciągnął kapitał z rynku nieruchomości, co zaowocowało spadkiem ich cen. Ponadto wzrosło oprocentowanie kredytów, co bezpośrednio przełożyło się na pogorszenie sytuacji finansowej amerykańskich gospodarstw domowych, które utraciły zdolność obsługi swoich zobowiązań. Masowe zaprzestanie spłacania kredytów spowodowało, że banki stały się właścicielami tysięcy niespłaconych domów, których ceny spadały w wyniku zwiększonej podaży oraz ograniczonego popytu z powodu dostępności kapitału.

Wykres 1. Efektywna stopa funduszy federalnych FED w latach 1990–2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H15&series=c7ca9f58d350a500bb83e230e208cf9b&filetype=sheetml&label=include&layout=seriescolumn&lastObs=100.

Wykres 2. Poziom inflacji w Stanach Zjednoczonych w latach 1988–2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie: http://inflationdata.com/inflation/Inflation_Rate/HistoricalInflation.aspx?dsInflation_currentPage=1.

Złożone instrumenty finansowe

Winą za kryzys finansowy obarcza się także sekurytyzację. Pojęcie to oznacza emisję papierów wartościowych pod istniejące lub przyszłe wierzytelności (Dębski 2007, s. 50). Sam instrument finansowy nie jest groźny dla płynności finansowej systemu, jednak uczestnicy rynku – głównie banki udzielające kredytów – budowali instrumenty pochodne obligacji, których zabezpieczeniem były wierzytelności kredytobiorców. Takie papiery wartościowe, nazywane CDO (*collateralized debt obligation*), dzielono na trzy grupy w zależności od gotowości do ponoszenia ryzyka skorelowanego z prawdopodobieństwem spłaty zadłużenia kredytobiorców. Zliberalizowana polityka kredytowa doprowadziła do sytuacji, w której kredyt hipoteczny miało nie tylko każde wiarygodne gospodarstwo domowe, ale również osoby, których nie było stać na nieruchomości, gdyż nie miały zdolności kredytowej, a co za tym idzie – nie były w stanie spłacić swojego zadłużenia. Z tego powodu na rynku zaczęło się pojawiać coraz więcej CDO opartych na niespłacanych kredytach; znaczna część inwestorów posiadała zatem papiery wartościowe o bardzo niskiej wartości. Posiadaczami takich papierów wartościowych byli inwestorzy indywidualni oraz instytucjonalni, dlatego w systemie finansowym pojawił się problem płynności finansowej oraz braku wzajemnego zaufania instytucji finansowych; uznaje się to za najpoważniejsze skutki kryzysu gospodarczego.

Oprócz CDO bardzo złożonym i powszechnie wykorzystywanym instrumentem na rynku finansowym były CDS (*credit default swaps*). CDS to transakcja, w której jedna ze stron wyraża zgodę na spłatę długu drugiej stronie, przy czym dług ten został zaciągnięty przez trzecią stronę. Z założenia CDS są środkiem mającym na celu zabezpieczenie przed ryzykiem niespłacenia zobowiązania, a w szczególności – zaniechania wykupu obligacji. Jednak uczestnicy rynku, chcąc zmaksymalizować zyski, wykorzystywali CDS i CDO nie jako formę ubezpieczenia od niewypłaconych należności, ale jako środki do przeprowadzania spekulacji na rynku finansowym.

Instytucje finansowe

Winą za kryzys obarcza się również decyzje pracowników instytucji finansowych, którzy – kierując się własnym zyskiem – ignorowali zagrożenia, jakimi były dla rynków finansowych ich działania. Odkąd managerowie i maklerzy w wielu instytucjach finansowych otrzymują część wynagrodzenia w formie rocznej premii, nie odczuwają oni strachu przed wdrażaniem ryzykownych strategii, które w dłuższej perspektywie mogą przynieść straty.

Według wielu specjalistów za sytuację na rynkach finansowych odpowiadają agencje ratingowe, które wystawiały oceny na poziomie AAA¹ papierom wartościowym emitowanym na podstawie kredytów hipotecznych typu subprime. W chwili nadejścia kryzysu oceny te degradowano do poziomu nieinwestycyjnego (*junk status*). Zdaniem specjalistów wystawiane przez agencje chybione oceny były spowodowane niedoskonałymi modelami ekonomicznymi, brakiem odpowiednich regulacji, a także konfliktem interesów wśród osób wystawiających oceny. Konflikt ten wynikał z mechanizmu wystawiania ocen: agencje ratingowe były finansowane przez instytucje, którym wystawiały oceny, co powodowało, że agencje poniekąd były zakładnikami swoich klientów. Opinie agencji brano pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, co z kolei wynikało z obowiązującego prawa i regulacji nakazujących wykorzystywanie ocen ratingowych jako kryterium dopuszczalności inwestycji.

Bankierzy posiadający aktywa w postaci kredytów typu subprime nie utrzymywali ich do momentu spłaty zobowiązania – zamieniali posiadane należności na papiery wartościowe, a następnie zbywali je, przenosząc tym samym ryzyko na kolejnych inwestorów. Jeśli chodzi zarówno o sprzedaż kredytów, które z dużym prawdopodobieństwem miały nie zostać spłacone, jak i zbywanie kontraktów opartych na tych należnościach, to podejmowaniu tych działań towarzyszył brak poczucia bezpośredniej odpowiedzialności za zawierane transakcje. Finansiści zakładali, że nie zostaną pociągnięci do odpowiedzialności, jeśli pożyczkobiorcy nie spłacą swoich kredytów, a także wtedy, gdy sprzedawane papiery wartościowe zabezpieczone tymi wierzytelnościami stracą na wartości. W taki sposób działali przedstawiciele wielu instytucji finansowych: bankierzy, pośrednicy, pracownicy agencji ratingowych oraz inni uczestnicy rynku, którzy dzięki zawieraniu transakcji realizowali zysk, przenosząc ryzyko na kolejnych inwestorów.

Skutki kompleksowości instrumentów finansowych były widoczne również w trakcie kryzysu. Złożona budowa instrumentów finansowych sprawiła, że inwestorzy nie byli w stanie podjąć obiektywnych decyzji dotyczących inwestycji, precyzyjne określenie ryzyka dotyczącego zawieranych transakcji nie było możliwe, a podmioty odpowiedzialne za aspekt regulacyjny rynku były bezradne. Sami uczestnicy rynku działali w warunkach ograniczonej samokontroli, ich decyzje nie były w pełni racjonalne, a narzędzia, którymi się posługiwali, nie były doskonałe. Modele komputerowe wykorzystywane podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych bazowały na danych historycznych, których w przypadku nowo powstałych instrumentów nie było dostatecznie dużo.

¹ Ocena AAA jest przyznawana papierom wartościowym o najwyższej jakości.

Nadzór finansowy

Przepisy prawa regulujące działanie instytucji finansowych przyzwalały na inwestowanie w ryzykowne, mało przejrzyste transakcje na dużą skalę. Brak ścisłych wytycznych wynikał z zaufania do instytucji, ich zdyscyplinowania i samokontroli. Do takich przepisów prawa należała między innymi ustawa dotycząca ochrony informacji finansowych Gramm-Leach-Bliley Act (Wajszczuk 2011) czy Commodity Futures Modernization Act (CFMA), zgodnie z którą rynki międzybankowe były wyłączone z ustawy Commodity Exchange Act, regulującej handel na rynkach surowcowych. Zgodnie z ustawą CFMA agencje federalne mogły wprowadzać limity spekulacji, co miało chronić przed destabilizacją cen żywności i surowców. Wyłączenie rynku międzybankowego z postanowień Commodity Exchange Act sprawiło, że Komisja ds. Handlu Kontraktami Terminowymi nie mogła już nadzorować większości handlu kontraktami terminowymi na żywność i surowce (Osiński 2010, s. 68).

Kontrola systemu finansów w Stanach Zjednoczonych jest podzielona pomiędzy wiele agencji zajmujących się określonymi segmentami rynku. Z tego powodu nie ma instytucji, która byłaby w stanie monitorować cały system oraz rozwiązywać problemy powstające w skali całego rynku. Nawet FED nie ma wystarczającej władzy, by nadzorować banki inwestycyjne czy fundusze hedgingowe.

W przeszłości wiele operacji finansowych było zarezerwowanych wyłącznie dla banków. Dotyczyło to w szczególności realizowania inwestycji i transakcji związanych z wyjątkowo wysokim poziomem ryzyka. Obecnie taką możliwość mają również inne instytucje, które wykorzystują dźwignię finansową, udzielają kredytów hipotecznych czy też innych długoterminowych kredytów, przyjmując od klientów depozyty na krótki okres. Rozszerzenie uprawnień do realizacji takich transakcji poza system bankowy doprowadziło do destabilizacji systemu finansowego, w którym funkcjonowały instytucje narażone na brak płynności finansowej. Samo wykorzystywanie dźwigni finansowej również było przyczyną powstania kryzysu finansowego.

W XXI wieku inwestorzy na rynku amerykańskim działali w warunkach niskich stóp procentowych, a więc również stosunkowo niskich zysków z inwestycji. W celu zwiększenia zysków uczestnicy rynku wykorzystywali pożyczony kapitał, by zwiększyć zwrot z inwestycji. Zbyt intensywne wykorzystywanie dźwigni finansowej wywarło duży wpływ na rynek nieruchomości oraz rynek kredytów międzybankowych. W 2004 roku amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) zliberalizowała przepisy dotyczące zasad wykorzystywania dźwigni finansowej. Od tego czasu banki inwestycyjne mogły utrzymywać wysoki poziom inwestycji realizowanych z wykorzystaniem dźwigni finansowej. Istniejący program dotyczący zasad wykorzystywania dźwigni dla największych banków inwestycyjnych był dobrowolny, a przez to nieefektywny.

Przed wybuchem kryzysu banki miały w swojej ofercie złożone instrumenty pochodne, pozwalające na prowadzenie ryzykownej spekulacji na rynku. Instrumenty były wyceniane według wartości początkowej, nieuwzględniającej spadających cen nieruchomości. Z tego powodu wykazywane aktywa banków były bardzo duże, podczas gdy w rzeczywistości ulegały one stałej deprecjacji. Ich złożoność nie pozwalała na dokonanie wyceny rynkowej, uwzględniającej zmieniającą się sytuację. W chwili wybuchu kryzysu wszystkie banki, mając świadomość swojej sytuacji, straciły zaufanie do pozostałych uczestników rynku, bowiem nikt nie był w stanie jednoznacznie orzec, jaka jest rzeczywista sytuacja

instytucji finansowych. Dodatkowym skutkiem tak zbudowanych instrumentów finansowych był niski poziom rezerw finansowych przeznaczonych na pokrycie potencjalnych strat, co w chwili kryzysu przyczyniło się do zmniejszenia płynności finansowej instytucji.

Istotnym błędem w postępowaniu instytucji finansowych, wynikającym z zaniedbań zarówno legislatorów, jak i samych organizacji, było błędne oszacowywanie ryzyka. Wynikało to z tego, że przepisy prawa nie były dostosowane do nowoczesnych standardów rynków finansowych, a czasami nie uwzględniały istnienia określonego instrumentu finansowego. Niektóre instytucje finansowe oddzielały analizę ryzyka rynkowego od analizy ryzyka kredytowego, co nie znalazło zastosowania w przypadku produktów o złożonej strukturze, w których te dwa rodzaje ryzyka były nie do oddzielenia. Z tego powodu niepowodzenia dotyczyły całego systemu zarządzania ryzykiem.

Podsumowanie

Chcąc wskazać jeden, najbardziej ogólny powód zapaści światowych finansów, można stwierdzić – zdaniem autorki – że był to konflikt interesów: polityków, finansistów i obywateli, któremu towarzyszyła nierównowaga władzy i dostępu do wiedzy. Ciągły spór pomiędzy tymi trzema grupami doprowadził do sytuacji, w której ci najbardziej uprzywilejowani, przedstawiciele instytucji i świata finansów, wykorzystując swoje zasoby, możliwości i siłę oddziaływania na cały system gospodarki światowej, doprowadzili do kryzysu, obarczając odpowiedzialnością wszystkich uczestników rynku. Świat finansów zmusił bowiem rządy do zaangażowania się w proces ratowania gospodarek narodowych oraz ponadnarodowych instytucji finansowych.

Wybitni politycy i ekonomiści wskazują kto, ich zdaniem, „doprowadził gospodarke światową na skraj zapaści. Prezydent Niemiec Christian Wulff powiedział: *Najpierw banki ratowały inne banki, a potem państwa ratowały banki, potem wspólnota państw ratuje poszczególne państwa. Kto jednak ostatecznie uratuje ratujących?* (...) *Przez wiele lat zbyt wielu z nas przymykało oczy na coraz większe lekceważenie finansów i zasad ekonomii. A teraz, zamiast tworzyć system regulacyjny, rządy godzą się, by w coraz większym stopniu kierowały nimi globalne rynki finansowe* (Żakowski 2011). Polityk ten jest zdania, że przedstawiciele władzy powinni działać niezależnie od banków, agencji ratingowych czy mediów, a ich decyzje nie powinny być ukierunkowane na ratowanie instytucji, których pracownicy, działając nieodpowiedzialnie i lekceważąc ryzyko, doprowadzili system finansów międzynarodowych do tak głębokiej recesji.

Polski ekonomista prof. Witold Orłowski uważa, że ostatnie trzy dekady to okres rozkwitu prywatnych instytucji (funduszy hedgingowych, emerytalnych, banków inwestycyjnych), które wpływają na przepływ informacji i mogą sterować emocjami na rynku. Powstawanie kolejnych instytucji finansowych było rynkową odpowiedzią na popyt zgłaszany przez inwestorów, a organizacje te czuły się odpowiedzialne wyłącznie wobec klientów. Ostatecznie jednak podmioty gospodarcze działające na rynku finansowym nie były w stanie ani przewidzieć nadejścia kryzysu, ani uchronić siebie i klientów przed konsekwencjami zapaści gospodarczej. Jak pisze W. Orłowski, do kryzysu przyczyniła się *kryminalna niefrasobliwość goniących za szybkim zyskiem banków, brak odpowiednich regulacji na rynku instrumentów pochodnych oraz ludzkie błędy, w tym błędy polityków gospodarczych* (Orłowski 2011, s. 30–31).

Bibliografia

- Board of Governors of the Federal Reserve System, *Table H.15: Selected Interest Rates*, Federalreserve.gov, www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H15&series=c7ca9f58d350a500bb83e230e208cf9b&filetype=sheet&layout=seriescolumn&lastObs=100 (data dostępu: 22.06.2013 r.).
- Dębski W. (2007), *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, WN PWN, Warszawa.
- Jickling M. (2009), *Causes of the Financial Crisis*, Issue Brief, Congressional Research Service za: www.au.af.mil/au/awc/awcgate/crs/r40173.pdf.
- McMahon T., (2013), *Historical Inflation rate*, InflationData.com, http://inflationdata.com/inflation/Inflation_Rate/HistoricalInflation.aspx?dsInflation_currentPage=1 (data dostępu: 22.06.2013 r.).
- Orłowski W. (2011), *Świat do przeróbki. Spekulanci, bankruci, giganci i ich rywale*, Agora SA, Warszawa.
- Osiński J., (2010), *Banki centralne wobec kryzysu ekonomicznego*, SGH, Warszawa.
- Wajszczuk B., (2011), *Następstwa kryzysu. Jakich regulacji oczekuje rynek?* Stowarzyszenie Rynków Finansowych ACI Polska, www.acipolska.pl/edukacja/publikacje/84-następstwa-kryzysu-jakich-regulacji-oczekuje-rynek.html (data dostępu: 04.03.2013 r.).
- Żakowski J.(2011), *Noga w chmurach*, „Polityka” nr 36.

Streszczenie

W niniejszym artykule przedstawiono przyczyny kryzysu gospodarczego z pierwszej dekady XXI wieku. W opracowaniu podjęto próbę identyfikacji źródeł załamania gospodarki światowej w kontekście działalności instytucji politycznych i gospodarczych. Przeprowadzona analiza pozwala wskazać, w jakim stopniu organizacje opierające swoją działalność na zaufaniu społecznym przyczyniły się do powstania kryzysu, jakie błędy popełniły, a także – jakie motywy nimi kierowały.

Summary

Financial crisis as a crisis of trust to economic and political institutions

The article presents causes of financial crisis from the first decade of the XXI century. The elaboration includes attempt of identification sources of world economy collapse in the context of political and economic institutions activity. Conducted analysis allows to indicate in what extend organizations have been operating on the basis of the social trust have contributed to the crisis, what mistakes they have made and by which motives they have been driven.

Słowa kluczowe: kryzys, instytucje gospodarcze, instytucje polityczne, instytucje finansowe, zaufanie.

Key words: crisis, economic institutions, political institutions, financial institutions, trust.

Droga do unii bankowej – reformy systemu regulacji sektora bankowego

Klaudia Zielińska *

Wprowadzenie

Bankructwo czwartego co do wielkości banku inwestycyjnego Lehman Brothers we wrześniu 2008 roku zapoczątkowało panikę na giełdach i największy od blisko siedemdziesięciu lat kryzys finansowy. Stał się on początkiem serii upadłości banków, wśród których można wymienić Fortis, Anglo Irish Bank, Dexię. W obawie przed upadkiem kolejnych instytucji kredytowych i ryzykiem zachwiania stabilności finansowej rządy ratowały upadające banki, tworząc różnego rodzaju programy naprawcze finansowane głównie ze środków publicznych, co w konsekwencji doprowadziło wiele państw na skraj bankructwa. Rządy były zmuszone do takiego działania, ponieważ chciały zapewnić swoim obywatelom i przedsiębiorcom dostęp do usług finansowych. Jednak udzielając gwarancji na tak dużą skalę, obciążały podatników kosztami pomocy dla sektora finansowego. W ten sposób od końca 2008 roku do czwartego kwartału 2011 roku Komisja Europejska wspomogła sektor finansowy kwotą około 4,5 biliona euro, co stanowiło 37% unijnego PKB (Press release IP/12/570, 2012).

Celem niniejszego artykułu jest przeanalizowane reform nadzoru sektora bankowego Unii Europejskiej, które zostały wprowadzone w odpowiedzi na kryzys zadłużeniowy strefy euro. W artykule zostanie szczegółowo omówiona koncepcja unii bankowej wraz z trudnościami, jakie napotkano w trakcie negocjacji. Zostanie również podjęta próba oceny przyjętych rozwiązań pod kątem zdolności do ochrony sektora bankowego przed utratą płynności.

Droga do unii bankowej

W ostatnich latach pojawiło się wiele propozycji zmian w europejskiej sieci bezpieczeństwa odnoszących się głównie do sektora bankowego. Sama Komisja Europejska od 2008 roku do połowy 2012 roku była autorem około 30 różnych propozycji ustawodawczych mających na celu poprawę systemu zarządzania w sektorze finansowym.

* Klaudia Zielińska – mgr, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych UŁ.

Komisja starała się oprzeć swoje działania na wspieraniu stabilności finansowej banków, a za pomocą różnego rodzaju projektów oraz tworzenia nowych instytucji odpowiedzialnych za nadzór mikro- i makroostrożnościowy starała się kontrolować pomoc udzielaną przez państwa (Zaleska 2013, s. 24). I tak pod koniec 2010 r. utworzono Europejską Radę do spraw Ryzyka Systemowego (European Systemic Risk Board) odpowiedzialną za nadzór makroostrożnościowy, a wraz z początkiem 2011 r. trzy instytucje odpowiadające za nadzór mikroostrożnościowy:

1. Europejski Urząd Nadzoru Bankowego, odpowiedzialny za nadzór nad sektorem bankowym;
2. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, odpowiedzialny za nadzór nad rynkiem kapitałowym;
3. Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Naprawczych, nadzorujący sektor ubezpieczeniowy.

Zostały również rozpoczęte prace związane z wdrożeniem postanowień Komitetu Bazylejskiego z 2010 roku (znanych jako Bazylea III) w postaci pakietu CRD IV/CRR w sprawie wymogów kapitałowych (Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 575/2013, 2013). Konieczność zmian była spowodowana brakiem odpowiednich rezerw w bilansie instytucji kredytowych, zarówno pod względem wielkościowym, jak i jakościowym, które umożliwiłyby im zachowanie płynności w przypadku nagłego załamania koniunktury. Zalecenia Bazylei III były bardzo rygorystyczne, dlatego wiele państw nie zgodziło się na wdrożenie ich w zaproponowanej postaci – konieczna była ich modyfikacja. Jedną z głównych zmian wprowadzonych przez Komisję Europejską było zaliczenie obligacji państw strefy euro do kategorii instrumentów wolnych od ryzyka, niezależnie od kondycji finansowej danego kraju.

Nowy wymóg kapitałowy zakłada podniesienie wartości kapitałów podstawowych z 2% do 4,5% całkowitej wartości aktywów banku ważonych ryzykiem. Zostały wprowadzone również dodatkowe bufory: ochronny, antycykliczny, ryzyka systemowego oraz bufor dla globalnych banków ważnych systemowo (*Press release 7088/13, 2013*). Pierwszy z nich nakazuje zwiększenie wartości kapitałów podstawowych banku docelowo o kolejne 2,5% w relacji do aktywów ważonych ryzykiem. Bufor antycykliczny będzie ustalany przez kraje członkowskie w przedziale od 0% do 2,5% w reakcji na wahania koniunktury. Wraz z początkiem 2014 roku bufor ryzyka systemowego umożliwi organowi nadzorującemu podniesienie całkowitego wymogu kapitałowego o kolejne 1–5%, jeżeli stwierdzi on taką konieczność z powodu podwyższonego długoterminowego ryzyka systemowego. Ostatnim buforem zaproponowanym w dyrektywie jest bufor dla globalnych banków ważnych systemowo, ustalany w granicach 1–3,5%. Należy przy tym podkreślić, że lista banków objętych tym zabezpieczeniem będzie ustalana w drodze porozumienia państw członkowskich; systemowo ważną instytucją może zatem okazać się również podmiot nieodznaczający się wysoką wartością sumy bilansowej (Ramotowski 2013).

Ponadto zaostorzono wymogi płynnościowe zobowiązujące banki do utrzymywania wysoko płynnych aktywów w wartości umożliwiającej pokrycie wszystkich zobowiązań o terminie zapadalności do 30 dni. Spełnienie tego ostatniego wymogu nie będzie łatwe, dlatego będzie on wprowadzany stopniowo, począwszy od pokrycia 60% wartości zobowiązań krótkoterminowych banku w 2015 roku.

W obliczu niewielkiej skuteczności dotychczasowych narzędzi do walki z załamaniem koniunktury radykalne zaostrenie nadzoru nad instytucjami finansowymi zasługuje na uznanie. Obowiązek podniesienia wartości kapitałów własnych nie tylko zwiększy zdolność banków do samodzielnego radzenia sobie z trudnościami, ale powinien również odbudować zaufanie inwestorów do europejskiego systemu finansowego. Szczególnie interesującym rozwiązaniem jest wprowadzenie bufora antycyklicznego, który umożliwi dopasowywanie poziomu kapitalizacji banków do zmian sytuacji na rynku. Obniżenie wartości bufora w okresie stagnacji umożliwi zmniejszenie obciążenia nakładanego na banki przez wymóg kapitałowy, a tym samym – uwolnienie dodatkowych środków i zwiększanie akcji kredytowej.

Koncepcja unii bankowej

Rok 2012 przyniósł dwie kolejne propozycje zmian w sektorze bankowym. Autorem jednej z nich był prezes fińskiego banku centralnego Erkki Liikanen, który zaproponował rozdzielenie bankowości kredytowo-depozytowej od bankowości inwestycyjnej (Liikanen 2012). Wraz z niezależną grupą ekspertów opublikował on raport, w którym stwierdzono, że instytucja finansowa zajmująca się przechowywaniem depozytów powinna być jedną niezależną spółką, druga spółka zajmowałaby się ryzykowną działalnością finansową, rozumianą jako handel instrumentami pochodnymi, zaś obie działałyby w ramach jednej grupy bankowej, nie burząc tym samym modelu uniwersalnej bankowości europejskiej.

Rozwiązanie zaproponowane w raporcie Liikanena byłoby niezwykle trudne do zastosowania w praktyce. Prawidłowe rozdzielenie aktywów wewnątrz konglomeratu oraz określenie zasad współpracy byłoby procesem pracochłonnym i mogłoby się niekorzystnie odbić na zaufaniu inwestorów do sektora bankowego. Trudno jest również jednoznacznie stwierdzić, czy problemy finansowe podmiotu zajmującego się agresywnym inwestowaniem wewnątrz danej grupy kapitałowej nie spowodowałyby takiego samego jak dotychczas odpływu kapitałów z pozostałych spółek grupy. Jednak z drugiej strony największe konglomeraty finansowe mogą prowadzić nazbyt ryzykowną działalność inwestycyjną (*moral hazard*), jednocześnie nie obawiając się konsekwencji ze względu na istotną rolę odgrywaną w gospodarce. Ryzyko upadłości instytucji ważnych systemowo mogłoby bowiem mieć negatywne skutki nie tylko dla pozostałych instytucji finansowych (efekt domina), ale i dla całej gospodarki, dlatego mogą one liczyć na pomoc państwa. Podział działalności wewnątrz konglomeratu mógłby uprościć proces likwidacji zagrożonej instytucji oraz ograniczyć konsekwencje takiej decyzji.

Druga koncepcja to projekt unii bankowej. Idea unii bankowej po raz pierwszy została przedstawiona w połowie 2012 roku w przygotowanym przez przewodniczącego Rady Europejskiej Hermana Van Rompuy'a raporcie zatytułowanym *W kierunku faktycznej Unii Gospodarczej i Walutowej* oraz w dokumentach z posiedzenia Rady Europejskiej z grudnia 2012 roku. Dokumenty te odnosiły się do działań mających na celu pogłębienie integracji finansowej oraz wzmocnienie zarządzania gospodarczego, a co za tym idzie – zakończenie prac nad tworzeniem Unii Gospodarczej i Walutowej.

W wymienionym dokumencie przedstawiono cztery filary, na których w przyszłości miałyby się opierać Unia Gospodarcza i Walutowa. Są to zintegrowane ramy

finansowe, zintegrowane ramy budżetowe, zintegrowane ramy polityki gospodarczej oraz legitymacja i odpowiedzialność demokratyczna. Zintegrowane ramy budżetowe to przede wszystkim dyscyplina fiskalna wśród państw członkowskich. Nadzór nad krajowymi budżetami zostanie rozszerzony o kontrolę prowadzoną *ex ante*. Miałyby się ona odbywać między innymi na podstawie analizy krajowych projektów budżetów na poziomie unijnym. Zintegrowane ramy polityki gospodarczej dotyczą reform, których celem byłoby podniesienie atrakcyjności i konkurencyjności unijnej gospodarki w skali światowej. Współpraca w tym obszarze ma obejmować stymulację wzrostu gospodarczego i zatrudnienia we wszystkich krajach członkowskich. Z kolei legitymacja i odpowiedzialność demokratyczna odnoszą się do działań mających usprawnić współpracę Parlamentu Europejskiego z narodowymi parlamentami oraz dialog społeczny.

Pod pojęciem zintegrowanych ram finansowych kryje się unia bankowa, która ma dyscyplinować państwa członkowskie pod względem fiskalnym. W projekcie przedstawionym przez Komisję Europejską na unię bankową składają się trzy filary: europejski nadzór bankowy, europejski system gwarantowania depozytów oraz europejski mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków (*resolution fund*) (European Commission COM/2013/520/Final, 2013).

Koncepcja unii bankowej jest kompleksowym planem restrukturyzacji i wzmocnienia nadzoru nad sektorem bankowym w Europie. Umiejdzynarodowienie nadzoru wydaje się naturalną konsekwencją międzynarodowych problemów związanych z rozpraszaniem się trudności instytucji systemu finansowego. Pod znakiem zapytania stoi jednak skuteczność tego rozwiązania, zarówno jeśli chodzi o podmioty sprawujące nadzór, jak i podział kompetencji między nimi. Niezaprzeczalną zaletą tej koncepcji jest fakt, że nie pomija ona newralgicznego problemu likwidacji instytucji, które zgodnie z mechanizmami rynkowymi powinny upaść. Ponadnarodowy mechanizm likwidacji takich banków powinien być silnym bodźcem nawet dla największych instytucji, przestrzegającym je przed podejmowaniem zbyt dużego ryzyka inwestycyjnego.

Jednolity mechanizm nadzorczy

Europejski nadzór finansowy został nazwany jednolitym mechanizmem nadzorczym *Single Supervisory Mechanism* (SSM). W ramach tego filaru będzie sprawowany nadzór nad istotnymi instytucjami kredytowymi, czyli takimi, które spełniają co najmniej jedno z poniższych kryteriów (Grosse 2013):

1. ich aktywa przewyższają 30 miliardów euro;
2. ich aktywa przewyższają 20% PKB kraju macierzystego i są wyższe niż 5 miliardów euro;
3. zostały objęte programem Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej bądź Europejskiego Mechanizmu Stabilności, bądź też ubiegały się o przyznanie takowej pomocy;
4. na wniosek krajowych organów nadzorczych zostaną uznane przez Europejski Bank Centralny za systemowo ważne według określonych kryteriów;
5. nie spełniają powyższych kryteriów, jednak należą do trzech najważniejszych instytucji kredytowych w państwach członkowskich unii bankowej.

Jesienią 2014 roku nadzór europejski obejmie około 150 banków, których aktywa stanowią blisko 80% aktywów banków strefy euro. Obecnie EBC prowadzi badania kondycji europejskiego systemu bankowego (Council Regulation (EU) No 1024/2013, 2013). Warto jednak w tym momencie zaznaczyć, że nadzór ten nie będzie obejmował banków spoza Unii, co wiąże się z ryzykiem przenoszenia instytucji kredytowych do państw, w których będą stosowane mniej rygorystyczne wymogi.

W trakcie prac nad SSM uzgodniono, że państwo członkowskie spoza strefy euro – a dokładniej jego instytucje nadzorcze – będzie mogło podjąć „bliską współpracę” z Europejskim Bankiem Centralnym (EBC), jeśli spełni dwa warunki. Po pierwsze – powiadomi pozostałe państwa członkowskie oraz Komisję, EBC i Europejski Urząd Nadzoru Bankowego o zamiarze podjęcia takowej współpracy, zobowiązując się tym samym do przestrzegania wszelkich regulacji. Po drugie – dostosuje swoje prawo, by zagwarantować jak najlepsze spełnianie wymogów stawianych przez EBC. Jeśli dany kraj członkowski nie będzie spełniał zasad „bliskiej współpracy”, Europejski Bank Centralny będzie mógł ją zawiesić, a nawet od niej odstąpić.

Nadzór w ramach jednolitego mechanizmu nadzorczego będą sprawować EBC wraz z instytucjami krajowymi (Szpringer 2013). Powierzenie nadzoru EBC budzi wiele kontrowersji. Zdaniem części ekspertów EBC jako niezależna instytucja będzie daleka od nacisków zarówno europejskich, jak i krajowych władz. Inni z kolei postulują, że powierzenie nadzoru instytucji odpowiedzialnej za prowadzenie polityki monetarnej Unii jest wysoce ryzykowne, ponieważ pełnienie tych funkcji mogłoby prowadzić do konfliktów. Trudno jednoznacznie stwierdzić, który z tych poglądów jest słuszny. Z jednej strony Europejski Bank Centralny wejdzie w posiadanie dokładniejszych danych, a tym samym będzie mógł lepiej przewidzieć skutki swoich działań. Z drugiej strony może nastąpić zbyt duża koncentracja władzy w ramach jednej instytucji, implikująca wybór pomiędzy interesem społecznym a interesami określonych banków.

W ramach Europejskiego Banku Centralnego zostaną utworzone trzy nowe struktury. Pierwszą i zarazem najważniejszą będzie Rada Nadzoru, w której skład wejdzie przewodniczący wraz z zastępcą, czworo przedstawicieli EBC, przedstawiciele Komisji Europejskiej oraz przedstawiciele krajowych nadzorów bankowych. Rada będzie się zajmować tworzeniem projektów i przedstawianiem ich Radzie Prezesów. Drugą strukturą będzie panel rewizji składający się z pięciu osób i takiej samej liczby zastępców. Będzie on odpowiedzialny za sprawdzanie zgodności ustaleń Rady Nadzoru z prawodawstwem unijnym. Jako trzeci zostanie utworzony panel mediacji zajmujący się utrzymywaniem podziału między polityką monetarną EBC a nowymi zadaniami wynikającymi z prowadzonego przez EBC nadzoru. W jego skład będą wchodziłi przedstawiciele krajów członkowskich – po jednym z każdego kraju – należących do unii bankowej.

Przedmiotem działania EBC jako organu nadzorczego będzie, najogólniej mówiąc, udzielanie licencji, tworzenie regulacji, kontrolowanie ich stosowania oraz sankcjonowanie w przypadku ich nieprzestrzegania. Działalność EBC nie będzie jednak polegała na ochranianiu klientów banków. Należy podkreślić, że w gestii krajowych organów nadzorczych będzie leżeć wyznaczanie wysokości bufora antycyklicznego na poziomie 0–2,5%, adekwatnie do fazy cyklu koniunkturalnego.

Europejski mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków

Jednolity mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków ma być uzupełnieniem jednolitego mechanizmu nadzoru. Przywódcy Unii Europejskiej postanowili osiągnąć porozumienie w sprawie wspomnianego mechanizmu do końca 2013 roku, by w miarę szybko zakończyć prace legislacyjne, żeby mechanizm mógł zacząć funkcjonować z początkiem 2015 roku.

W ramach tego mechanizmu powstałaby Europejska Rada do spraw Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji, w której skład wchodziłoby przedstawiciele EBC, Komisji Europejskiej oraz przedstawiciele państwa, w którym miałby siedzibę bank borykający się z trudnościami finansowymi. Co więcej, planuje się stworzenie jednolitego bankowego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, będącego średnio okresową pomocą finansową dla banków mających problemy z utrzymaniem płynności, znajdującego się pod nadzorem Rady (Press Release IP/13/674, 2013). Fundusz ten miałby powstać ze składek płynących z europejskiego sektora bankowego, zastępując tym samym środki finansowe przekazywane przez krajowe instytucje zajmujące się restrukturyzacją spośród wszystkich państw członkowskich, które przystąpiłyby do unii bankowej.

Działanie systemu restrukturyzacji polegałoby na tym, że EBC, jako instytucja sprawująca nadzór w ramach unii bankowej, informowałaby o problemach finansowych danego banku i wskazywałaby konieczność jego restrukturyzacji. Wówczas Rada przygotowywałaby program naprawczy danej instytucji kredytowej. Następnie Komisja Europejska – po zapoznaniu się z propozycją Rady lub w wyniku własnych działań – decydowałaby o scenariuszu realizacji programu, czasie jego rozpoczęcia i wysokości środków, jakie zostaną wykorzystane na ten cel w ramach funduszu. Reorganizacja byłaby przeprowadzana przez instytucje krajowe pod nadzorem Rady. Gdyby organy krajowe nie wypełniałyby swoich zadań, Rada mogłaby przejąć ich obowiązki.

O skuteczności mechanizmu restrukturyzacji i likwidacji w praktyce będzie można mówić dopiero w obliczu rzeczywistej likwidacji bankrutującego podmiotu. Wysoki koszt ekonomiczny i społeczny upadłości banku sprawi bowiem, że odpowiedzialna za likwidację Rada będzie poddawana bardzo silnym naciskom politycznym ze strony kraju, z którego będzie pochodził dany bank.

Europejski system gwarantowania depozytów

Pierwsze europejskie systemy gwarantowania depozytów powstały z inicjatywy samych instytucji finansowych. Konieczność zagwarantowania wypłaty środków ulokowanych w banku nie wynikała tylko z chęci ochrony konsumentów – w dużej mierze miała być dla banków zabezpieczeniem przed panicznym wycofywaniem depozytów z sektora bankowego w chwilach załamania koniunktury. Problem został dostrzeżony przez Komisję Europejską w 1986 roku, kiedy to Komisja zaleciła krajom członkowskim utworzenie własnych systemów gwarantowania depozytów (Obal 2005). Kolejne rekomendacje określały minimalną wartość gwarancji na poziomie 20 000 euro oraz to, że musi ona zostać wypłacona deponentowi nie później niż po 3 miesiącach od dnia

stwierdzenia niedostępności środków. W 2009 roku dokonano nowelizacji prawodawstwa, podnosząc minimalną wartości gwarancji do wartości 50 000 euro od połowy tego roku oraz do 100 000 euro do końca 2010 roku. Skrócono również dopuszczalny czas wypłaty gwarancji.

System gwarantowania depozytów ma się stać trzecim filarem unii bankowej, jednak prace nad nim wciąż trwają i budzą wiele kontrowersji. Dzieje się tak, ponieważ systemy gwarantowania depozytów w krajach Unii Europejskiej są dość silnie zróżnicowane, zarówno pod względem kompetencji, jak i sposobu finansowania. Propozycja Komisji Europejskiej zakładała utworzenie systemu finansowanego ze składek uiszczanych ex ante przez banki objęte ochroną, jak również wpłat ex post w przypadku, gdy zgromadzone środki okazałyby się niewystarczające. Zakładano również, że część środków zgromadzonych dla zapewnienia wypłat depozytów z systemu bankowego mogłaby zostać wykorzystana w celu uchronienia banku przed upadłością. Ochrona ta mogłaby mieć formę gwarancji, pożyczek lub dokapitalizowania zagrożonego banku, jak również jego odkupienie bądź wsparcie instytucji zainteresowanej przejęciem upadającej instytucji. Dyskusyjnym problemem pozostała metoda wyliczania wysokości składek wnoszonych przez poszczególne banki. Niewątpliwie jej wysokość musi być ściśle związana z profilem ryzyka działalności danej instytucji, jednak wiele głosów przemawia również za tym, by uwzględniała ona ewentualne koszty związane z bankructwem podmiotu.

Postanowiono, że ścisła integracja w zakresie gwarantowania depozytów na szczeblu unijnym będzie obejmowała jedynie banki ważne systemowo. Pozostałe instytucje pozostawiono pod jurysdykcją krajowych systemów gwarancyjnych w takiej postaci, w jakiej funkcjonowały dotychczas. Rozwiązanie przynosi szereg trudności. Podstawowym problemem jest sposób przeniesienia banku z krajów, w których system gwarancyjny jest finansowany z regularnych składek wnoszonych przez banki krajowe; utrata środków wpłacanych przez bank w tych rozmiarach mogłaby bowiem bardzo niekorzystnie wpłynąć na zdolność utrzymania wartości gwarancji na dotychczasowym poziomie (Elliott 2012). Drugie zgłaszane zastrzeżenie dotyczy tego, że sytuacja, w której wartość gwarancji na poziomie ponadnarodowym okazałaby się niższa od gwarancji zapewnianej przez instytucje krajowe, byłaby dla klientów silnym impulsem do przeniesienia depozytów do mniejszych banków.

Wprowadzenie wspólnego systemu gwarantowania depozytów, zapewniającego wypłaty środków zgromadzonych na rachunku upadającej instytucji, z założenia miałyby służyć interesom klientów instytucji kredytowych. Z tego powodu umożliwienie wykorzystania części środków przeznaczonych na wypłaty gwarancji w celu wspierania samych banków jest dyskusyjnym pomysłem. Należy bowiem przypuszczać, że taka możliwość ponownie stworzy silny impuls zachęcający banki do podjęcia większego ryzyka inwestycyjnego.

Podsumowanie

Ostatni kryzys finansowy wykazał, że problemy jednego banku w Unii Europejskiej bardzo szybko mogą przenieść się do sektorów finansowych pozostałych państw członkowskich. Słabość i braki w systemie regulacji europejskiego sektora finansowego przyczyniły się do zachwiania stabilności całej gospodarki oraz wspólnej waluty. Działania podejmowane przez Unię w dużej mierze były doraźne i miały na celu jedynie uspokojenie opinii publicznej, nie zaś faktyczną i skoordynowaną interwencję. W celu uniknięcia podobnych problemów w przyszłości niezbędne było opracowanie długofalowej strategii reformy nadzoru nad rynkiem finansowym. Odpowiedzią na te potrzeby ma być unia bankowa, której projekt został zgłoszony w czerwcu 2012 roku. Ma ona na celu wzmocnienie integracji państw członkowskich oraz przewyższenie największych trudności, z jakimi borykał się cały system finansowy w ostatnich latach.

Skala zmian przedstawionych w koncepcji unii bankowej jest tak duża, że osiągnięcie konsensusu w rozmowach nad jej zatwierdzeniem w całości stało się niemożliwe. Stosunkowo szybko udało się wypracować kompromis w sprawie utworzenia wspólnego nadzoru nad bankami strefy euro umożliwiającego wzmocnienie działań prewencyjnych. Trudno jednak mówić o prawdziwej skuteczności tego rozwiązania bez wprowadzenia mechanizmu umożliwiającego restrukturyzację bądź też skoordynowaną i sprawną likwidację upadających instytucji bez równoczesnego obciążania krajowych budżetów. Intensyfikacja prac nad wprowadzeniem mechanizmu uporządkowanej likwidacji wydaje się zrozumiała, gdyż to ona ma dać instytucjom finansowym odpowiedni impuls ograniczający pokusę nadużyć i podejmowania zbyt dużego ryzyka inwestycyjnego.

Trzeci filar unii bankowej ma zapewnić gwarancję wypłaty depozytów podmiotów nieposiadających odpowiednich środków do prawidłowej oceny kondycji banku, w przypadku, gdy bank ten ogłosi upadłość. Mechanizm ten nie tylko ma ochronić klientów przed ponoszeniem nadmiernych strat, ale również ma być dopełnieniem pozostałych dwóch mechanizmów. Gwarancja wypłaty depozytów na kwotę do 100 000 euro ma bowiem ograniczyć skalę zjawiska odpływu depozytów z banku w czasach załamania koniunktury, gdyż zagraża ono stabilności finansowej całego systemu bankowego. Niezbędność istnienia systemu gwarantowania depozytów nie jest kwestionowana, jednak wiele państw nie zgadza się na przeniesienie jego działalności na arenę międzynarodową. Zastrzeżenia te wynikają z dużego zróżnicowania organizacyjnego tych systemów w poszczególnych krajach członkowskich. Dla jednych reorganizacja tego mechanizmu zgodnie z propozycją Komisji Europejskiej oznaczałaby dodatkowe obciążenie składkami płaconymi *ex ante*, dla innych – odpływ tych środków z krajowego funduszu gwarancyjnego.

Wydaje się, że koncepcja unii bankowej to szeroko zakrojone i długofalowe rozwiązanie, którego kraje członkowskie domagały się jednogłośnie w czasie ostatniego kryzysu. Należy podkreślić fakt, że wprowadzenie unii z pominięciem któregośkolwiek z jej filarów może postawić jej skuteczność pod znakiem zapytania. Należy przy tym pamiętać, że proces budowania unii bankowej jest procesem politycznym, w którym poszczególne kraje bronią swoich interesów, a ostateczny kształt unii będzie wypadkową wypracowanych kompromisów. Ponadto koncepcja ta nie zapewni ochrony przed kolejnym kryzysem ani nie rozwiąże wszystkich problemów, z jakimi boryka się obecnie strefa euro. Może jednak stać się impulsem do dalszych reform, choćby w sferze finansów publicznych.

Bibliografia

- Council of the European Union (2013), *Bank capital rules: Council endorses agreement with EP*, Press release 7088/13, Bruksela.
- Council Regulation (EU) No 1024/2013, (2013), *Conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions*, Bruksela.
- Elliott D. (2012), *Key issues on European Banking Union Trade-offs and some recommendations*, *Global Economy and Development at Brookings*, Working paper 52/2012.
- European Commission (2012), *New crisis management measures to avoid future bank bail-outs*, Press release IP/12/570 Bruksela.
- European Commission (2013), *Commission proposes Single Resolution Mechanism for the Banking Union*, Press Release IP/13/674, Bruksela.
- European Commission (2013), *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing uniform rules and a uniform procedure for the resolution of credit institutions and certain investment firms in the framework of a Single Resolution Mechanism and a Single Bank Resolution Fund*, COM(2013) 520 final, Bruksela.
- Final Report (2012), *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector*, chaired by E. Liikanen, Bruksela.
- Grosse T.G. (2013), *Dylematy unii bankowej*, *Analiza Natolińska 2 (60)*, Centrum Europejskie Natolin, Warszawa.
- Obal T. (2005), *Podstawowe cechy systemów gwarantowania depozytów i działalności pomocowej w państwach Unii Europejskiej – wnioski dla Polski*, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, Warszawa.
- Ramotowski J. (2013), *Banki w UE mają nową konstytucję*, *Obserwator Finansowy*, www.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy/banki-w-ue-maja-nowa-konstytucje/ (data dostępu: 10.11.2013 r.).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 (2013), w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, Bruksela.
- Sprawozdanie przewodniczącego Rady Europejskiej Hermana van Rompuy'a (2012), *W kierunku faktycznej unii gospodarczej i walutowej*, Van Rompuy H., Bruksela.
- Szpringer Z. (2013), *Unia Bankowa*, „INFOS Zagadnienia społeczno-gospodarcze”, nr 8 (145), Wydawnictwo Sejmowe dla Biura Analiz Sejmowych, Warszawa.
- Zaleska M. (red.) (2013), *Unia Bankowa*, Difin, Warszawa.

Streszczenie

Reforma systemu nadzoru finansowego jest wskazywana jako działanie konieczne do uczynienia strefy euro i – szerzej – Unii Europejskiej mniej podatnymi na kryzysy finansowe i gospodarcze. Wielu ekonomistów jest zdania, że ostatecznym celem takich przedsięwzięć powinno być utworzenie unii bankowej. W artykule przeprowadzono analizę tej koncepcji. W szczególności poddano ocenie rozwiązania ukierunkowane na sterowanie płynnością sektora bankowego.

Summary

The route to banking union – reforms of the banking sector regulation system

The reform of financial supervision is seen as the key step to make the Eurozone and – in the broader sense – European Union less vulnerable to financial and economic crises. Many economists point, that the ultimate objective of such endeavours should be the establishment of the banking union. The article presents an analysis of that concept. In particular reforms aiming at stabilization of the liquidity of the banking sector have been scrutinized.

Słowa kluczowe: unia bankowa, nadzór bankowy, Unia Europejska.

Key words: banking union, banking supervision, European Union.

Renminbi jako waluta międzynarodowa – stan obecny oraz ocena perspektyw

Tomasz Serwach*

Wstęp

Współczesny kryzys finansowo-gospodarczy, który rozpoczął się wraz z upadkiem banku inwestycyjnego Lehman Brothers w 2008 r., jest według wielu ekonomistów nierozzerwalnie związany z napływem kapitału zagranicznego do USA w latach wcześniejszych (zob. m.in. Astley et al. 2009, Portes 2009, Rosati 2009). Skutkiem tego typu procesów może być bowiem powstawanie bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów, co w przypadku USA przybrało formę bąbla na rynku nieruchomości (i związanym z nim rynku kredytów hipotecznych subprime). W szerszym kontekście takie sformułowanie przyczyn kryzysu odwołuje się do zjawiska tzw. globalnej nierównowagi płatniczej (*global imbalances*), polegającej na utrzymywaniu się podziału gospodarek narodowych na nadwyżkowe i deficytowe (nadwyżki i deficyty rachunku obrotów bieżących – ROB). W przypadku amerykańskiej gospodarki, borykającej się z chronicznym deficytem ROB, przyczyn tego zjawiska poszukuje się wśród takich czynników jak ekspansywna polityka fiskalna w USA, polityka podwartościowych kursów walutowych prowadzona przez kraje Azji Wschodniej, pojawienie się dużych oszczędności na świecie, głębokość i innowacyjność rynku finansowego czy przyspieszenie tempa wzrostu produktywności pracy (zob. Rubaszek 2006). Wśród istotnych czynników sprawczych globalnej nierównowagi (a zatem potencjalnie także i kryzysu finansowo-gospodarczego) wymienia się też strukturę obecnego światowego systemu walutowego, który umożliwił USA czerpanie korzyści z tytułu senioratu walutowego, przez wielu postrzeganego jednak jako nadmierny przywilej (*exorbitant privilege*) gospodarki amerykańskiej (zob. Gourinchas i Rey 2007, Eichengreen 2012).

System walutowy, w którym dominuje jedna waluta¹, zmusza jej emitenta do utrzymywania deficytów ROB, a tym samym – akumulacji zagranicznego długu;

* Tomasz Serwach – mgr, Katedra Wymiany Międzynarodowej UŁ.

¹ Jakkolwiek istnieją opinie o wytworzeniu się bipolarnego systemu walutowego z czołową rolą USD i EUR, wydaje się, że ta pierwsza waluta w dalszym ciągu jest dominująca. Może o tym świadczyć fakt, że dwie trzecie rezerw walutowych krajów rozwiniętych i rozwijających się ma postać aktywów denominowanych w USD. Co więcej, wiele krajów opiera swój reżim kursowy na związkach z USD – państwa stosujące tzw. dolaryzację bądź stabilizujące kurs swojej waluty względem USD odpowiadały w 2007 r. aż za 36% światowego produktu (zob. Goldberg 2010). BIS (2013) podaje także, że obecnie (stan na kwiecień 2013 r.) USD to jednostka o największym udziale w obrotach na rynku walutowym.

obecnie ma to miejsce w przypadku USD². Przemieszczający się do takiego kraju kapitał zagraniczny może – przy niedoskonałościach rynku finansowego – skutkować powstaniem bąbla spekulacyjnego np. na rynku nieruchomości³. Wzrost zainteresowania ekonomistów kwestią reformy światowego systemu walutowego w tych okolicznościach wydaje się oczywisty. Proponowane są różne sposoby „odciążenia” USD w roli waluty światowej. W obliczu kryzysu strefy euro, a tym samym spadku zaufania do waluty europejskiej, poszukuje się często mniej oczywistych rozwiązań. Wśród nich znalazła się propozycja wzmocnienia roli Specjalnych Praw Ciągnięcia (*Special Drawing Rights* – SDR) w światowym systemie finansowym (zob m.in. Greenwald i Stiglitz 2010). Biorąc jednak pod uwagę fakt, że obecne znaczenie SDR w rozliczeniach międzynarodowych czy też rezerwach dewizowych jest nieznaczące (choć rosnące), wydaje się, że droga tej jednostki do statusu waluty międzynarodowej, zwłaszcza takiej, która uszczupliłaby nadmierny amerykański przywilej, jest długa.

Trudności strefy euro oraz wątpliwe ekonomicznie i politycznie perspektywy SDR sprawiają, że pojawiają się głosy o tym, że w niedalekiej przyszłości substytutem USD może stać się CNY. W niniejszym artykule autor podejmuje próbę określenia potencjału CNY jako waluty światowej; obecnie z wielu powodów waluty chińskiej nie można za nią uznać. Rosnące znaczenie Chin w światowej gospodarce oraz wysiłki władz chińskich, jeśli chodzi o internacjonalizację swojej waluty, skłaniają do podjęcia próby udzielenia odpowiedzi na pytanie nie tyle o bieżące, ile o przyszłe znaczenie CNY w światowym systemie walutowym.

Po określeniu takiego celu artykułu dalsze rozważania podzielono na następujące części. W pierwszej części scharakteryzowano walutę międzynarodową, wymieniając jej typowe funkcje. W drugiej części przedstawiono obecne znaczenie CNY w światowych finansach i systemie walutowym. Ostatnia część zawiera omówienie potencjalnych zmian owego znaczenia CNY. Całość artykułu została zwieńczona podsumowaniem.

Waluta międzynarodowa – jej istota i funkcje

Tylko niektóre waluty – spośród wielu różnych walut krążących w światowej gospodarce – mogą zostać uznane za walutę międzynarodową. Taki status oznacza, że dana jednostka jest szeroko wykorzystywana w międzynarodowych transakcjach przeprowadzanych w sferze publicznej i prywatnej, pełniąc przy tym różnorodne funkcje; zostały one wymienione w tabeli 1, zamieszczonej na kolejnej stronie.

² W całym artykule zamiast pełnych nazw walut zastosowano ich oznaczenia w Standardzie Międzynarodowym – SI. Wyjątek stanowi określenie „strefa euro”, gdyż jest to potoczna nazwa Unii Gospodarczej i Walutowej – sama waluta euro, zgodnie z przyjętą konwencją, opisywana jest kodem EUR. W tytule artykułu wykorzystano także pełną nazwę chińskiej jednostki walutowej (Renminbi – CNY). Określenie „juan” jest jedynie potoczną nazwą wynikającą z tradycji, a nie nazwą oficjalną.

³ Reis (2013) przedstawił model wyjaśniający podobną sytuację występującą w krajach peryferyjnych strefy euro. Sugeruje on, że napływ kapitału zagranicznego (którego odzwierciedleniem były ujemne salda ROB) do tych państw spowodował – poprzez wadliwie działające rynki finansowe – nadmierny rozwój mało produktywnego sektora niehandlowego (głównie sektora budowlanego).

Tabela 1. Funkcje waluty międzynarodowej

Funkcja	Sfera prywatna	Sfera publiczna
Miernik wartości	Waluta fakturowania/kwotowania	Waluta referencyjna
Środek akumulacji/tezauryzacji	Waluta inwestycyjna	Waluta rezerwowa
Środek płatniczy	Waluta przejścia	Waluta interwencyjna

Źródło: NBP (2011), s. 4.

Według De Grauwe (2009, s. 258–259) status waluty międzynarodowej jest wynikiem oddziaływania czynników strukturalnych i polityki gospodarczej kraju-emitenta. Do tych pierwszych można zaliczyć przede wszystkim wielkość produkcji i handlu oraz rynku finansowego państwa emitującego taką walutę. Znaczenie waluty rośnie wraz ze zwiększaniem się udziału danego państwa w światowym produkcie oraz handlu międzynarodowym, a także wraz z rozwojem rynku finansowego tego kraju. Do skali wykorzystania określonej waluty przyczynia się też polityka gospodarcza emitenta. W szczególności walutą międzynarodową może stać się jednostka emitowana przez kraj o stabilnej polityce fiskalnej i monetarnej. Oprócz tego warto dodać, że same władze mogą podejmować różnorodne działania promujące wykorzystywanie ich pieniądza w transakcjach i rozliczeniach międzynarodowych. Działania takie określa się jako prowadzące do umiędzynarodowienia określonej waluty.

Warto dodać, że wymienione w tabeli 1 funkcje waluty światowej są wzajemnie powiązane. Przykładowo: waluta fakturowania handlu staje się istotną jednostką rozliczeniową, co przyczynia się do skłonności banków centralnych do utrzymywania denominowanych w niej aktywów; wówczas waluta fakturowania handlu staje się także walutą rezerwową. W obawie przed zmianą wyceny zgromadzonych rezerw walutowych bank centralny może określoną jednostkę ustanowić denominatorem kursu swojej waluty (jest to wówczas waluta referencyjna), co także przekłada się na pełnienie przez tę jednostkę funkcji waluty interwencyjnej (gdyż interwencje dokonywane są w celu stabilizacji wartości waluty krajowej względem denominatora).

Obecne znaczenie CNY w światowym systemie walutowym

Zanim zostaną przedstawione przypuszczenia co do perspektyw CNY jako waluty międzynarodowej, warto określić, jakie jest znaczenie chińskiej waluty w światowym systemie walutowym. Wpływa na nie zarówno wielkość gospodarki Chin oraz udział tego państwa w światowym handlu i przepływach finansowych, jak i działania władz ukierunkowane na umiędzynarodowienie CNY. Opis obecnego znaczenia CNY można rozpocząć od stwierdzenia (wzbogaconego prostym modelem), że wysiłki dużego pod względem gospodarczym i geopolitycznym państwa mające na celu umiędzynarodowienie jego waluty są czymś naturalnym, a system jednawalutowy raczej nie jest stanem równowagi. Wydaje się bowiem, że kiedy dominuje jedna waluta, inne kraje powinny próbować zakwestionować status quo i podjąć próbę wzmocnienia międzynarodowego wykorzystania swojej jednostki.

W uzasadnieniu powyższej uwagi może być pomocna teoria gier. Tabela 2 jest w zasadzie macierzą wypłat dla dwóch podmiotów uwikłanych w grę dotyczącą umiędzynarodowienia ich walut. Każdy z graczy podejmuje decyzję o tym, czy promować swoją walutę („Tak”/„Nie”). W sytuacji, gdy jeden z graczy podejmuje działania zmierzające do uzyskania przez jego walutę statusu waluty międzynarodowej, zaś drugi gracz tego nie robi, pierwszy z nich uzyskuje zysk w postaci $y + \varepsilon$ (zarówno y , jak i ε są dodatnie). Dla uproszczenia przedstawiono, że zachowanie drugiego gracza przynosi mu wynik zerowy. Jeśli ci gracze to – odpowiednio – podmiot 1 i podmiot 2, ich wypłaty są zawarte w lewej dolnej komórce macierzy wypłat. Taka sytuacja jest analogiczna do sytuacji bieżącego systemu, w której jedno z państw (USA), dzięki znaczeniu swojej jednostki (USD), ma dominujący wpływ na światowy system walutowy, zaś inne kraje są o wiele mniej istotnymi uczestnikami systemu. Interpretacja wartości z pozostałych komórek jest analogiczna (pierwsza z nich to wypłata dla podmiotu 1, a druga – dla podmiotu 2).

Analiza na bazie teorii gier na podstawie macierzy przedstawionej w tabeli 2 wskazuje jednak, że taki stan rzeczy odzwierciedlający obecny system (lewa dolna komórka) świadczy o braku równowagi (w znaczeniu równowagi Nasha). Zakładając, że Θ jest wielkością zawartą pomiędzy 0 a 1, można stwierdzić, że równowaga zostanie osiągnięta jedynie wtedy, kiedy obaj gracze będą dążyć do umiędzynarodowienia swoich walut (górna lewa komórka macierzy wypłat)⁴.

Tabela 2. Macierz wypłat

		Podmiot 2	
		Tak	Nie
Podmiot 1	Tak	$y + \Theta\varepsilon, y + \Theta\varepsilon$	$y + \varepsilon, 0$
	Nie	$0, y + \varepsilon$	$0, 0$

Założenia: $y > 0, \varepsilon > 0, 1 > \Theta > 0$.

Źródło: opracowanie własne.

Faktem jest, że w przeszłości podejmowano już próby przewyciężenia dominacji USD – była to chociażby jedna z idei przyświecających twórcom strefy euro. Także w przypadku Chin takie działania są coraz śmielej podejmowane. Prasad i Ye (2012) zaliczają do tych kroków m.in. zezwolenie na rozliczanie transakcji handlowych w CNY, zmniejszenie restrykcji dotyczących międzynarodowych przepływów kapitału w zakresie regulowania płatności, zezwolenie na emisję obligacji denominowanych w CNY w Hongkongu⁵ i w Chinach kontynentalnych (w tym drugim przypadku jedy-

⁴ W takiej interpretacji y oznacza „zwykły” zysk z tytułu umiędzynarodowienia waluty, ε to dodatkowy zysk z tytułu senioratu walutowego („nadmierny przywilej”), Θ to stopień uszczuplenia „nadmiernego przywileju”. Dla uproszczenia w przedstawionej grze ustalono, że umiędzynarodowienie waluty przynosi korzyści netto (wypłata dla gracza realizującego strategię „Tak” niezależnie od strategii drugiego gracza jest dodatnia). W rzeczywistości kraj posiadający walutę o statusie waluty międzynarodowej może ponosić określone koszty, które niekoniecznie muszą być mniejsze od korzyści (np. akumulacja długu zagranicznego, w tym pokusa utrzymywania deficytów budżetowych w warunkach taniego finansowania, ryzyko powstania bąbla spekulacyjnego).

⁵ Hongkong jest osobnym rynkiem finansowym wobec Chin kontynentalnych. Władze Chin umożliwiają prowadzenie w Hongkongu bardziej liberalnych praktyk finansowych, wyposażyły też tę jednostkę administracyjną w szereg odrębnych instytucji odpowiedzialnych za rynek finansowy. Jak podaje SWIFT

nie w przypadku nierezydentów), zezwolenie wybranym bankom na oferowanie klientom offshore'owych depozytów denominowanych w CNY, ustanowienie siatki swap z innymi bankami centralnymi.

Mając na względzie fakt, że rosnące znaczenie walut innych niż USD w światowym systemie walutowym jest czymś naturalnym, warto przeanalizować, czy CNY pełni obecnie poszczególne funkcje waluty międzynarodowej⁶. Odgrywanie przez CNY roli miernika wartości stało się przedmiotem zainteresowania badaczy prowadzących analizy ekonometryczne. Subramanian i Kessler (2012) uznali, że waluta pełni ową funkcję, jeśli jej kurs zmienia się w sposób podobny do zmian kursów innych walut (*co-movement*). Miałyby to wynikać bądź ze stabilizowania innych jednostek względem tej waluty (wówczas jest ona walutą referencyjną), bądź działania sił rynku (co mogłoby być efektem wykorzystania waluty jako miernika wartości w transakcjach prywatnych). Z otrzymanych rezultatów można wyciągnąć istotne wnioski. Po pierwsze wydaje się, że coraz więcej walut podąża za CNY. W okresie lipiec 2005 – lipiec 2008 trzy kraje azjatyckie posiadały waluty zbieżne głównie z CNY (USD był najważniejszy dla sześciu państw), zaś w okresie lipiec 2010 – lipiec 2012 takich państw było już siedem (USD stracił na znaczeniu i był kluczowy dla trzech krajów)⁷. Spośród krajów nienależących do stref politycznych i ekonomicznych wpływów Chin i USA (odpowiednio Azja i Ameryka Łacińska) w pierwszym okresie CNY wywierał największy wpływ na kurs jednej waluty, zaś w drugim – na cztery. Po drugie autorzy wykazali, że kluczowym czynnikiem kształtującym znaczenie CNY dla zmian innych walut był udział Chin w obrotach handlowych kraju.

Otrzymane przez tych badaczy wyniki są zbieżne z rezultatami analizy Fratzschera i Mehla (2011), którzy zauważyli symptomy formowania się tripolarnego systemu walutowego (USD, EUR, CNY). Ich zdaniem w Azji stopniowo wykształca się regionalny system walutowy, który – choć de jure opiera się na stabilizowaniu kursów wobec USD – de facto jest zdominowany przez CNY. Na podstawie przeprowadzonego badania ekonometrycznego okazało się, że kursy walut krajów azjatyckich są najmocniej powiązane z CNY, a nie z USD czy EUR. Co więcej, z analizy wynika, że reakcja walut azjatyckich na oficjalne wypowiedzi chińskich władz dotyczących polityki i reżimu kursowego były bardzo podobne do reakcji CNY (podobieństwo między CNY a walutami państw z innych regionów było w tym zakresie o wiele mniejsze). Stosując interpretację Subramaniana i Kesslera (2012), badanie Fratzschera i Mehla (2011) wskazuje, że dla wielu państw Azji CNY pełni funkcję miernika wartości.

(2011), 81% płatności (pod względem liczby transakcji) dokonywanych jest w Hongkongu. Rynki, które można uznać za prawdziwie offshore'owe (*truly offshore*), odpowiadają za 8% wszystkich transakcji.

⁶ Należy podkreślić, że szczegółowe dane dotyczące międzynarodowego wykorzystania CNY są trudne do uzyskania. Przykładowo: MFW prowadzi statystyki dotyczące struktury walutowej rezerw dewizowych na świecie, przy czym poza wyszczególnianiem tradycyjnych składników rezerw (USD, EUR, YPY itd.), grupuje pozostałe waluty w ramach osobnego komponentu (na podstawie takich danych nie sposób zatem stwierdzić, jaki jest dokładny udział CNY w światowych rezerwach). Z kolei BIS przedstawia dane wskazujące na znaczenie poszczególnych jednostek na rynku walutowym. Niestety nie prezentuje analogicznych danych w ujęciu geograficznym, które pozwoliłoby przeanalizować chociażby to, czy wykorzystanie CNY w Azji (która jest naturalnym punktem odniesienia dla tej waluty) różni się od tendencji ogólnoświatowych.

⁷ Można dodać, że JPY w obu podokresach nie był dla żadnego państwa azjatyckiego na tyle zbieżny z jego walutą, aby ta jednostka została uznana za miernik wartości dla reżimów kursowych tych krajów.

Biorąc pod uwagę rolę środka akumulacji i tezauryzacji, należy stwierdzić, że CNY odgrywa tę rolę w coraz większym stopniu, jednocześnie w dalszym ciągu jego znaczenie w tym zakresie jest niewielkie. Władze chińskie podejmują jednak działania, dzięki którym CNY może zyskać znaczenie jako waluta inwestycyjna. Spośród czynników wyróżnionych przez Prasad i Ye (2012) w szczególności należy wymienić zezwolenie na pojawienie się różnych aktywów finansowych denominowanych w CNY. Przykładowo: tego typu obligacje zostały już wyemitowane przez duże międzynarodowe korporacje zbierające środki, by sfinansować operacje prowadzone na terytorium Chin. Przykładami mogą być McDonald's czy Caterpillar (Eichengreen 2011).

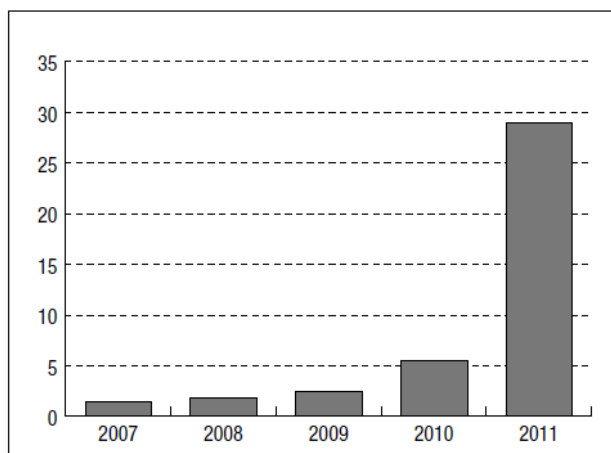
Istotnym ograniczeniem dla możliwości pełnienia przez CNY funkcji waluty inwestycyjnej jest jednak niedostateczny poziom rozwoju chińskiego rynku finansowego. Jak zauważają Prasad i Ye (2012, s. 17), system ten jest zdominowany przez banki i charakteryzuje się dużym zakresem kontroli państwowej. O tej dominacji może świadczyć chociażby fakt, że w 2011 r. wartość kredytów krajowych była w Chinach większa niż łączna wartość rynków akcji i obligacji. Podstawowym źródłem kapitału dla chińskich banków w przypadku prowadzenia akcji kredytowej były depozyty. W 2010 r. relacja depozytów do PKB wyniosła niemal 190%, co było wielkością zdecydowanie przewyższającą poziomy notowane w innych krajach, których waluty są istotne dla światowych transakcji gospodarczych i finansowych (z wyjątkiem Wielkiej Brytanii). Można zatem stwierdzić, że chiński rynek finansowy jest mało innowacyjny i może być postrzegany jako wąski, czyli taki, którego oferta dla inwestorów jest mało urozmaicona.

Warto jednak odnotować, że rozwój innych segmentów tego rynku jest bardzo dynamiczny – przy czym ta dynamika może wynikać z niskiej bazy. Począwszy od reformy rynku akcji w 2005 r. jego kapitalizacja i obroty wzrosły kilkukrotnie. Należy także odnotować rozwój chińskiego rynku obligacji, który w 2010 r. pozostawał jednak daleko w tyle za rynkiem amerykańskim pod względem kapitalizacji (ponad trzykrotnie niższa wartość) czy obrotów (czternastokrotnie niższy poziom w przypadku obligacji skarbowych; dla porównania – obroty na rynku Indii są dwukrotnie wyższe niż w Chinach).

Dość dynamicznie rozwija się rynek offshore, czego przykładem może być wzrost wartości emitowanych w Hongkongu obligacji denominowanych w CNY (tzw. obligacje *dim sum*). W 2011 r. wartość ta wynosiła prawie 30 mld USD, podczas gdy jeszcze w 2010 r. było to jedynie około 6 mld USD, a w 2007 r. – raptem około 2 mld USD. Rozwój tego segmentu rynku offshore w Hongkongu przedstawia wykres 1, zamieszczony na kolejnej stronie.

Należy dodać, że rynek finansowy Hongkongu wykorzystywany jest do emisji obligacji zarówno przez podmioty publiczne, jak i prywatne. Pierwsza emisja takich obligacji skarbowych denominowanych w CNY miała miejsce we wrześniu 2009 r. Przykładem emisji dokonanej przez podmiot prywatny – w dodatku zagraniczny – była wspomniana już w niniejszym artykule emisja przeprowadzona przez McDonald's w sierpniu 2010 r. (Prasad i Ye 2012, s. 36).

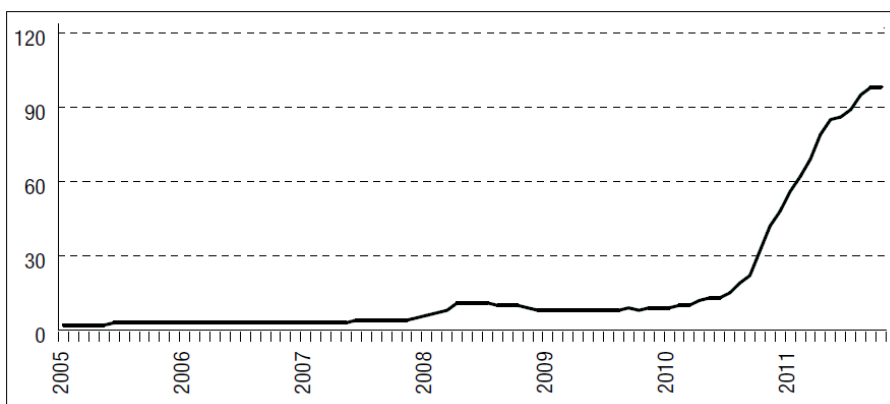
Wykres 1. Wartość emisji obligacji denominowanych w CNY na rynku Hongkongu (w mld USD)



Źródło: Prasad i Ye (2012), s. 40.

Równie dynamicznie rozwija się w Hongkongu rynek depozytów denominowanych w CNY. Proces ten stał się wyraźnie gwałtowniejszy w 2010 r. Wykres 2 przedstawia wartość takich depozytów dla okresu styczeń 2005 – październik 2011 r.

Wykres 2. Wartość depozytów denominowanych w CNY w Hongkongu (w mld USD): styczeń 2005 – październik 2011 r.



Źródło: Prasad i Ye (2012), s. 32.

W dalszym ciągu Chiny pozostają krajem o niskim poziomie otwarcia na międzynarodowe przepływy finansowe, choć ta sytuacja się zmienia, co potwierdzają zaprezentowane statystyki. Państwo to podejmuje działania, dzięki którym rośnie znaczenie CNY jako waluty inwestycyjnej. Wydaje się, że podstawowym kierunkiem takiej ekspansji są inne kraje azjatyckie.

CNY wyraźnie zwiększa swoje znaczenie także jako środek płatniczy. W sferze prywatnej funkcja ta oznacza występowanie danej jednostki w charakterze waluty przejścia. Mimo braku stosownych danych rozsądne wydaje się założenie, że skala stosowania jednostki jako waluty przejścia jest skorelowana z obrotami na rynku wa-

lutowym. Pod tym względem w przypadku CNY zaznacza się wieloletnia tendencja wzrostowa (BIS 2013, s. 10). O ile w kwietniu 2001 r. chińska waluta zajmowała trzydzieste piąte miejsce na świecie pod względem przeciętnych dziennych obrotów (z udziałem jedynie nieznacznie większym niż 0%), o tyle w kwietniu 2013 r. zajmowała już dziewiąte miejsce (z udziałem rządu 2,5%)⁸. W dalszym ciągu jest to wartość znacznie odbiegająca od światowej czołówki (USD – 87%, EUR – 33,4%, JPY – 23%, GBP – 11,8%), lecz dystans ten stopniowo się zmniejsza⁹. Przeciętna dzienna wartość obrotów na rynku walutowym w przypadku transakcji z udziałem CNY w kwietniu 2013 r. wynosiła 120 mld USD, a jeszcze trzy lata wcześniej było to raptem 8 mld USD; wzrost był zatem niezwykle gwałtowny. Co więcej, dotyczył on także każdego segmentu rynku walutowego – pomiędzy 2010 a 2013 r. zwiększyła się nominalna wartość przeciętnych dziennych obrotów zarówno w przypadku transakcji spot, jak i forward, swap i opcyjnych.

Pełnienie funkcji środka płatniczego w sferze publicznej jest równoważne ze stosowaniem określonej jednostki jako waluty interwencyjnej. Wydaje się naturalne, że władze monetarne dokonują interwencji na rynku walutowym w stosunku do jednostki będącej denominatorem systemu kursowego. Ponieważ – jak już zauważono – CNY jest miernikiem wartości głównie dla państw azjatyckich, waluta ta może być postrzegana jako pełniąca w pewnym zakresie funkcję jednostki interwencyjnej dla tych krajów. W istocie w ostatnich latach chińskie władze podejmują działania mając na celu m.in. zwiększenie znaczenia ich waluty w ramach tej funkcji. Prasad i Ye (2012, s. 42) sugerują, że kilka banków centralnych już obecnie przechowuje w swych rezerwach aktywa denominowane w CNY. Inicjatorami tego procesu były władze monetarne Malezji i Nigerii. Co więcej, w latach 2008–2011 w ramach działań bilateralnych zostały ustanowione liczne siatki swap między bankami centralnymi Chin i innych krajów Azji Wschodniej; poza Hongkongiem chodzi o Koreę Południową, Indonezję, Malezję, Singapur i Uzbekistan. W tym samym okresie podobne siatki zostały ustanowione także z Argentyną, Białorusią, Islandią i Nową Zelandią (Angeloni *et al.* 2011, s. 19). Jest to niejako kontynuacja procesów zainicjowanych poprzez tzw. *Chiang Mai Initiative*, tj. sięgającą 2000 r. inicjatywę utworzenia wielostronnej siatki swap pomiędzy krajami ASEAN, Chinami (wraz z Hongkongiem), Japonią i Koreą Południową.

Perspektywy CNY jako waluty międzynarodowej

Ekonomiści analizujący status USD i innych potencjalnie substytuujących go walut wskazują na analogię pomiędzy obecnym systemem walutowym a sytuacją z czasów przejmowania – kosztem GBP – przez walutę amerykańską pozycji jednostki dominującej. Trzeba jednak odnotować, że wśród badaczy nie ma zgody co do tempa przescigania GBP przez USD. Krugman (1984), Chinn i Frankel (2005) oraz Goldberg (2010) wskazują, że o ile gospodarka USA stała się największą gospodarką na świecie w 1872 r., największym światowym kredytodawcą w 1914 r., a największym eksport-

⁸ Ponieważ w każdej transakcji walutowej biorą udział dwie waluty, w statystykach BIS dochodzi do podwójnego księgowania. Innymi słowy, suma udziałów wszystkich walut wynosi nie 100%, a 200%.

⁹ Można dodać, że w kwietniu 2013 r. para walutowa USD/CNY osiągała udział rządu 2,1% w przeciętnych dziennych obrotach na rynku walutowym, podczas gdy w kwietniu 2010 r. było to jedynie 0,8%.

terem w 1915 r., to USD został dominującą walutą dopiero w 1946 r. (pod względem udziału w rezerwach banków centralnych). Z kolei Eichengreen i Flandreau (2011) sugerują, że proces ten odbywał się w szybszym tempie i USD – po spełnieniu warunków uprawniających do uznania tej waluty za międzynarodową, co nastąpiło przed I wojną światową – stał się równoważny GBP już w połowie lat 20. XX w. Stosując analogię do tamtych wydarzeń, można stwierdzić, że CNY może stać się co najmniej równoważny USD około 2050 r. Wydaje się jednak, że droga chińskiej waluty do uzyskania jednej z czołowych (czy też nawet czołowej) pozycji w światowym systemie walutowym jest dość długa. Poniżej omówiono, jakie są perspektywy CNY, jeśli chodzi o uzyskanie statusu waluty międzynarodowej; wyróżniono też funkcje takiej waluty.

W zakresie odgrywania przez CNY roli miernika wartości można spodziewać się rosnącego znaczenia tej waluty. Zgodnie z wynikami otrzymanymi przez Subramaniana i Kesslera (2012), kluczową determinantą dla tej funkcji był udział handlu z krajem-emitentem waluty międzynarodowej w całkowitych obrotach handlowych. Rozrastająca się sieć porozumień handlowych zawieranych przez Chiny powinna wspomagać wykorzystywanie CNY jako miernika wartości. Zgodnie z China FTA Network (dane za październik 2013 r.) negocjowane są umowy o wolnym handlu pomiędzy Chinami a Radą Współpracy Zatoki Perskiej (Gulf Cooperation Council – GCC), Australią oraz Nową Zelandią, rozważane są też porozumienia z Indiami, Japonią i Koreą Południową.

Co więcej, jak zauważa Humpage (2009), USD jest wykorzystywany głównie w handlu dobrami wystandaryzowanymi i innymi dobrami, w przypadku których podstawową determinantą konkurencyjności jest cena. W innych przypadkach dominuje rozliczanie się w walucie eksportera. W przypadku Chin następuje stopniowe zmniejszanie znaczenia dóbr wystandaryzowanych w eksporcie. Dla tego kraju jeszcze w 1990 r. 24% eksportu stanowiły artykuły rolne i paliwa, w 2000 r. było to 10%, a w 2012 r. prawie 5%. Jakkolwiek przestrzeń do dalszych spadków znaczenia dóbr niezróżnicowanych jest zatem ograniczona, istnieje prawdopodobieństwo, że wraz z rozwojem stopnia zaawansowania technologicznego chińskich przedsiębiorstw ów trend będzie kontynuowany – tym samym produkty z Chin będą konkurowały w większym stopniu w oparciu o kryteria pozacenowe. Wspomniane już prowadzone i rozważane negocjacje handlowe z krajami rozwiniętymi, z dużą bazą konsumentów ukierunkowanych na jakość czy zróżnicowanie oferty, powinny – w razie zawarcia stosownych umów – wspomóc wykorzystywanie CNY w fakturowaniu handlu.

Proces ten będzie zależał także od takich czynników jak akumulacja kapitału ludzkiego i fizycznego w Chinach. Fontagne i Foure (2013, s. 47–50) przygotowali prognozę wzorców handlu międzynarodowego na świecie do 2050 r. Przy założeniu, że Chiny będą dokonywać owej akumulacji w szybkim tempie, kraj ten – zdaniem autorów prognozy – powinien przesunąć przewagę komparatywną np. ku elektronice kosztem tekstyliów. Niezależnie od tempa inwestowania w kapitał ludzki i fizyczny według prognoz Chiny powinny także zwiększać swoje znaczenie w handlu samochodami. Mimo że ci badacze nie poruszają kwestii fakturowania handlu, biorąc pod uwagę poprzednie rozważania, można stwierdzić, że realizacja tego scenariusza powinna sprzyjać stosowaniu CNY jako waluty fakturowania handlu.

Odmienne wnioski dotyczą wolnego tempa akumulacji obu form kapitału. Spodziewane jest wówczas utrzymanie przez Chiny przewagi komparatywnej w tekstyliach przy braku przewagi w elektronice. Scenariusz taki – niekorzystny, jeśli chodzi

o znaczenie CNY jako waluty fakturowania handlu – jest jednak oparty na wysoce wątpliwych założeniach, jak chociażby powrót stawek celnych do poziomu osiągniętego po Rundzie Tokijskiej w ramach wielostronnych negocjacji handlowych na forum GATT. Wydaje się zatem, że większe jest prawdopodobieństwo takiego rozwoju światowego handlu, który sprzyjałby przybliżaniu CNY do statusu waluty międzynarodowej. Co więcej, WTO (2013, s. 93–103) prognozuje, że do 2035 r. znaczenie Chin w światowym eksporcie usług powinno się zwiększać. Ponieważ sektor ten charakteryzuje się dużym zróżnicowaniem i dostosowaniem do specyfiki indywidualnego odbiorcy, można sądzić, że także i ta tendencja powinna się przyczynić do stopniowego wzrostu zakresu wykorzystywania CNY w fakturowaniu handlu.

Należy zauważyć, że na pełnienie funkcji miernika wartości mogą wpływać różnorodne czynniki specyficzne dla poszczególnych krajów, inne niż akumulacja kapitału. Przykładowo: wzorzec fakturowania handlu Japonii znacznie odbiega od wzorca typowego dla większości krajów. W szczególności chodzi o to, że japońscy eksporterzy w handlu z państwami rozwiniętymi wykorzystują walutę kraju importera, podczas gdy globalną tendencją jest stosowanie waluty kraju eksportera. Pojawia się zatem pytanie o to, który sposób będzie wybierany przez chińskich eksporterów (po przekroczeniu przez Chiny pewnego poziomu rozwoju gospodarczego) – globalny czy analogiczny do japońskiego (a zatem wzorzec kraju z tego samego regionu świata). Ito, Koibuchi, Sato i Shimizu (2010) wskazują, że kluczowe dla sposobu fakturowania stosowanego przez podmioty japońskie jest ich zaangażowanie w międzynarodowe sieci produkcyjne. Przykładowo: japoński eksport jest fakturowany w walucie kraju importera, gdy odbiorcą jest zagraniczna filia/oddział przedsiębiorstwa funkcjonujący/funkcjonująca w silnie konkurencyjnym otoczeniu. Wówczas eksporter przejmuje ryzyko kursowe. Znaczenie tego czynnika w przypadku Chin będzie zależało zatem od stopnia zaangażowania przedsiębiorstw w międzynarodowe sieci produkcyjne oraz stopnia standaryzacji produktów.

W przypadku pierwszej z determinant można się spodziewać rosnącej aktywności inwestycyjnej chińskich podmiotów gospodarczych – wraz z rozwojem kraju przedsiębiorstwa z Chin powinny podejmować bardziej zaawansowane niż eksport formy ekspansji zagranicznej, do czego powinna skłaniać je m.in. postępująca aprecjacja CNY. Z kolei kwestia standaryzacji produktów została omówiona we wcześniejszych rozważaniach. Można przypuszczać, że wraz ze zwiększającym się PKB per capita w Chinach różnorodne czynniki będą wpływać na fakturowanie chińskiego eksportu – stymulujące stosowanie CNY (mniejsze znaczenie konkurencji cenowej na rynkach zagranicznych) oraz hamujące wykorzystanie tej waluty (odchodzenie przez przedsiębiorstwa od eksportu na rzecz innych form internacjonalizacji działalności).

W zakresie funkcji środka akumulacji i tezauryzacji można spodziewać się rosnącego znaczenia CNY w światowym systemie walutowym, przynajmniej jako waluty inwestycyjnej. Podstawową przesłanką takiego stwierdzenia są działania chińskich władz promujące wykorzystywanie CNY w ramach tej funkcji. Należy zaznaczyć, że atrakcyjność CNY jako waluty inwestycyjnej będzie zależała od takich aspektów chińskiego rynku finansowego jak jego szerokość, głębokość i płynność. Angeloni et al. (2011, s. 81) zaznaczają, że jednym z czynników potencjalnie przyczyniających się do pogłębienia tego rynku jest plan uczynienia z Szanghaju istotnego centrum finansowego do 2020 r. Wydaje się, że to działanie może skutkować nie tylko samym pogłębieniem

niem, ale i rozszerzeniem oferty oraz pobudzeniem innowacji finansowych (zwiększenie szerokości rynku), a także wzrostem obrotów (zwiększenie płynności rynku).

Speller, Thwaites i Wright (2011) przeprowadzili symulację przyszłych, tj. do 2050 r., przepływów kapitałowych na świecie. Wyniki, które otrzymali, wskazują, że w tym horyzoncie czasowym można spodziewać się rosnącego zaangażowania chińskiego kapitału na świecie. Przykładowo: w 2050 r. udział Chin w wartości brutto aktywów zagranicznych utrzymywanych przez kraje G20 ma osiągnąć 20%, co w porównaniu ze stanem bieżącym oznacza czterokrotny wzrost. Do 2050 r. Chiny mają również odpowiadać za około 25% światowego odpływu kapitału brutto (obecnie jest to o kilka punktów procentowych mniej). Jednocześnie autorzy symulacji spodziewają się zmian po stronie napływu kapitału do Chin. W rezultacie saldo ROB tego państwa ma się poprawiać do około 2030 r., by z czasem się obniżyć, aż do osiągnięcia wartości ujemnych tuż przed końcem okresu symulacji.

Wyniki te świadczą o tym, że zarówno inwestycje Chin na świecie, jak i inwestycje w odwrotnym kierunku powinny być coraz bardziej znaczące w światowych finansach. Kluczowe w zakresie wykorzystywania CNY jako waluty interwencyjnej wydają się zwłaszcza te drugie. Zdaniem Spellera, Thwaitesa i Wrighta (2011) napływ kapitału do Chin powinien się zwiększać chociażby z powodu spadającej od 2020 r. (choć dalej bardzo wysokiej) stopy oszczędności krajowych (tendencja ta ma być wynikiem oddziaływania czynników demograficznych).

Proces dochodzenia CNY do pełnienia funkcji waluty inwestycyjnej niekoniecznie jednak musi być bardzo gwałtowny. W istocie może on być hamowany obroną przez władze chińskie strategią znoszenia ograniczeń dotyczących rachunku obrotów kapitałowych i finansowych. Bazując na dotychczasowych doświadczeniach, trudno się spodziewać, by owe działania miały charakter rewolucyjny. Władze chińskie prowadzą stopniową, tj. ewolucyjną, strategię znoszenia takich barier. Co więcej, istotną przeszkodą dla szerszego wykorzystywania CNY jako waluty inwestycyjnej w okresie średnim może być powstanie bąbla spekulacyjnego na rynku nieruchomości w tym państwie (zob. Dreger i Zhang 2011). Dalszy rozwój sytuacji będzie z pewnością wpływał na zachowanie inwestorów. Jeśli bąbel gwałtownie pęknie, spadnie zainteresowanie CNY w zakresie inwestycji finansowych, chociażby z powodu rosnącego ryzyka.

Nie wydaje się, aby nasilająca się w Chinach inflacja (zob. Reade i Volz 2011) istotnie ograniczała przyszłe wykorzystanie CNY jako waluty inwestycyjnej. Takiemu procesowi wzrostu cen będzie bowiem towarzyszyło przechodzenie ze strategii rozwoju opartego na eksporcie do strategii rozwoju opartego na rynku wewnętrznym. Wzrost cen, poprzez wpływ na oczekiwania inflacyjne oraz większą skłonność przedsiębiorstw do dokonywania sprzedaży na rynku krajowym (tracących konkurencyjność międzynarodową), powinien się przełożyć na zwiększenie konsumpcji, co powinno być także ułatwione rozwojem chińskiego rynku finansowego. Ostatecznie lokata kapitału, np. w papiery wartościowe emitowane przez chińskie przedsiębiorstwa, powinna być atrakcyjną formą inwestycji.

W przypadku funkcji waluty rezerwowej na znaczenie CNY mogą wpływać preferencje władz monetarnych na świecie zarówno co do wielkości rezerw w porównaniu z obecną sytuacją, jak i co do kompozycji tychże rezerw. Pierwszy czynnik wiąże się ściśle z typową akumulacją rezerw, a drugi – z zarządzaniem nimi. Wydaje się, że doświadczenia ostatnich lat mogą dostarczyć impulsu do dalszego gromadzenia re-

zerw przez władze monetarne. Podczas obecnego kryzysu finansowo-gospodarczego względnie dobrze radziły sobie gospodarki, które wcześniej dokonały znacznej akumulacji rezerw. Podkreśla się także, że osłabienie walut krajów rozwijających się, zaobserwowane w połowie 2013 r., nie powinno skutkować kryzysami płatniczymi właśnie ze względu na wysoki poziom zgromadzonych rezerw. Taki stan rzeczy skłania do przypuszczenia, że w kolejnych latach można się spodziewać wzrostu popytu na rezerwy przez banki centralne. Częściowo może to być popyt ukierunkowany na aktywa denominowane w CNY.

Warto dodać, że niezależnie od tego, czy kraje będą zwiększały swoje rezerwy, czy nie, w kolejnych latach mogą one dokonywać częściowego przewalutowania zgromadzonych dewiz. W takiej sytuacji mogą się znaleźć zwłaszcza państwa o znacznych rezerwach denominowanych w USD, mające płynny kurs względem tej waluty. Kraje takie dotknięte są problemem dużej zmienności wyceny rezerw. Jeśli nie będą stabilizować kursów swoich walut wobec USD (co na podstawie trójkąta Frankela, przy założeniu utrzymania wysokiego stopnia integracji finansowej, oznaczałoby utratę niezależności polityki monetarnej; zwłaszcza na podstawie doświadczeń peryferyjnych państw strefy euro można sądzić, że jest to bardzo wysoka cena za stabilizację waluty), jedyną drogą do ograniczenia tej zmienności będzie zmiana walutowej struktury utrzymywanych rezerw. W przypadku przede wszystkim krajów azjatyckich częściowo może to polegać na zwiększaniu udziału CNY w rezerwach. Proces ten przypuszczalnie powinien jednak przebiegać wolno, gdyż jego tempo może być podyktowane m.in. ewolucją systemu finansowego w Chinach.

Jednocześnie należy zaznaczyć, że istnieją czynniki, które mogą przeciwdziałać takiemu scenariuszowi. Jednym z nich jest możliwość pojawienia się dużej podaży gazu (łupkowego) z USA na rynkach międzynarodowych (zob. m.in. Hamilton 2012). Ponieważ istotnym czynnikiem wpływającym na gromadzenie rezerw przez władze monetarne jest próba stosowania ich do zakupu zasobów strategicznych w wyjątkowych sytuacjach, dużego znaczenia nabiera to, w jakiej walucie kwotowane są np. surowce – tradycyjnie w tym celu wykorzystuje się USD. Jeśli władze amerykańskie nie zdecydują się na ograniczenie eksportu gazu, a terminale gazowe zostaną przekierowane (obecnie są nastawione na przyjmowanie importu gazu, a nie na jego wysyłanie), surowiec z USA może stać się istotnym (ekonomicznie i politycznie) przedmiotem handlu międzynarodowego. W rezultacie możliwe jest zwiększenie przez władze monetarne różnych państw popytu na USD jako składnika rezerw, przypuszczalnie kosztem także i potencjalnych walut międzynarodowych, np. CNY.

Na podstawie wcześniejszych rozważań można sądzić, że chińska waluta będzie coraz częściej wykorzystywana także jako środek płatniczy. Rozwój chińskiego rynku finansowego, perspektywy zmniejszenia barier w ramach rachunku obrotów kapitałowych i finansowych oraz zwiększenia zakresu wymienialności to tylko niektóre czynniki, które powinny stymulować wykorzystywanie CNY jako waluty przejścia. Z kolei rosnące znaczenie CNY jako waluty interwencyjnej powinno wynikać z coraz wyraźniejszego przeobrażania się tej jednostki w walutę rezerwową.

Podsumowując, należy stwierdzić, że można się spodziewać wzrostu znaczenia CNY w ramach każdej z funkcji waluty międzynarodowej. Nie oznacza to jednak, że proces ten będzie przebiegał liniowo i że będzie on gwałtowny. Istnieją powody, by sądzić, że osiągnięcie przez CNY statusu waluty międzynarodowej może być hamowane

przez różnorodne czynniki. Niemniej jednak ogólna tendencja wydaje się jednoznaczna – zarówno ze względu na rosnące znaczenie Chin w światowej gospodarce, jak i na działania z zakresu polityki gospodarczej podejmowane przez chińskie władze CNY powinien sukcesywnie stawać się coraz istotniejszym elementem światowego systemu walutowego i finansowego.

Podsumowanie

W artykule omówiono obecne znaczenie CNY w światowym systemie walutowym oraz perspektywy uzyskania przez tę jednostkę statusu waluty międzynarodowej. Z przeprowadzonych rozważań wynika, że choć obecnie nie sposób uznać CNY za taką walutę, postępuje proces zbliżania się tej jednostki do pozycji pieniądza międzynarodowego. Liczne przeszkody, przede wszystkim o charakterze ekonomicznym, mogą spowodować, że będzie musiało upłynąć jeszcze wiele lat (zgodnie z niektórymi prognozami stanie się to około 2050 r.), zanim chińska waluta osiągnie status waluty międzynarodowej. Niemniej jednak proces ten wydaje się nieprzerwany, a uzyskanie przez CNY owego statusu – nieuniknione.

Bibliografia

- Angeloni I., Benassy-Quere A., Carton B., Darvas Z., Destais C., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallee S. (2011), *Global currencies for tomorrow: a European perspective*, Bruegel Blueprint Series/CEPII Research Reports, tom XIII, Bruksela, Paryż.
- Astley M., Giese J., Hume M., Kubelec C. (2009), *Global imbalances and the financial crisis*, „Bank of England Quarterly Bulletin”, 2009Q3, Londyn, s. 178–190.
- BIS (2013), *Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results*, Bank for International Settlements Monetary and Economic Department, Bazylea.
- Chinn M., Frankel J. (2005), *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?*, NBER Working Paper, nr 11510, Cambridge, MA.
- De Grauwe P. (2009), *Economics of monetary union*, Oxford University Press, Oxford.
- Dreger C., Zhang Y. (2011), *On the Chinese house-price bubble*, VoxEu Column, 15.07.2011 r. (data dostępu: 05.10.2013 r.).
- Eichengreen B. (2011), *The Dollar: Dominant no more?*, VoxEu Column, 10.01.2011 r. (data dostępu: 03.10.2013 r.).
- Eichengreen B. (2012), *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press, Oxford.
- Eichengreen B., Flandreau M. (2010), *The Federal Reserve, the Bank of England and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914–39*, Bank for International Settlements Working Paper, nr 328, Bazylea.
- Fontagne L., Foure J. (2013), *Opening a Pandora's Box: Modelling World Trade Patterns at the 2035 Horizon*, CEPII Working Paper, nr 2013–22, Paryż.
- Fratzscher M., Mehl A. (2011), *China's Dominance Hypothesis and the Emergence of a Tri-Polar Global Currency System*, „European Central Bank Working Paper”, nr 1392, Frankfurt nad Menem.

- Goldberg L. (2010), *What is the status of the international roles of the dollar?*, VoxEU Column, 31.03.2010 (data dostępu: 02.10.2013 r.).
- Gourinchas P.O., Rey H. (2007), *From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege* [w:] Clarida R. (red.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, NBER, Cambridge, MA, s. 11–66.
- Greenwald M., Stiglitz J. (2010), *A Modest Proposal for International Monetary Reform* [w:] Griffith-Jones S., Ocampo J., Stiglitz J. (red.), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, „Initiative for Policy Dialogue Series”, Oxford University Press, Oxford, s. 314–344.
- Hamilton J. (2012), *Future production from U.S. shale or tight oil*, Econbrowser – Analysis of current economic conditions and policy, 18.12.2012 r. (data dostępu: 20.10.2013 r.).
- Humpage O. (2009), *Will special drawing rights supplant the dollar?*, VoxEU Column, 08.05.2009 r. (data dostępu: 03.10.2013 r.).
- Ito T., Koibuchi S., Sato K., Shimizu J. (2010), *Why Has the Yen Failed to Become a Dominant Invoice Currency in Asia? A Firm-Level Analysis of Japanese Exporters' Invoicing Behaviour*, NBER Working Paper, Nr 16231, Cambridge, MA.
- Krugman P. (1984), *The International Role of the Dollar: Theory and Prospect* [w:] Bilson J., Marston R. (red.), *Exchange Rate Theory and Practice*, University of Chicago Press, s. 261–278.
- NBP (2011), *Międzynarodowa rola euro III*, Narodowy Bank Polski – Departament Integracji ze Strefą Euro (DISE), Warszawa.
- Portes R. (2009), *Global imbalances* [w:] Dewatripont M., Freixas X., Portes R. (red.), *Macroeconomic stability and financial regulation: Key issues for the G20*, Centre for Economic Policy Research (CEPR), Londyn.
- Prasad E., Ye L. (2012), *The Renminbi's Role in the Global Monetary System*, „Global Economy and Development at Brookings”, Waszyngton, DC.
- Reade J., Volz U. (2011), *Chinese inflation, monetary policy and the dollar peg*, VoxEU Column, 16.02.2011 r. (data dostępu: 10.10.2013 r.).
- Reis R. (2013), *The Portuguese Slump and Crash and the Euro Crisis*, „Brooking Papers on Economic Activity”, Spring 2013, s. 143–210.
- Rosati D. (2009), *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, „Ekonomista”, nr 3.
- Rubaszek M. (2006), *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania*, „Bank i kredyt”, nr 37 (7), s. 14–29.
- Speller W., Thwaites G., Wright M. (2011), *The future of international capital flows*, „Bank of England Financial Stability Paper”, nr 12, Londyn.
- Subramanian A., Kessler M. (2012), *The Renminbi Bloc Is Here: Asia Down, Rest of the World to Go?*, „Peterson Institute for International Economics Working Paper”, nr 12–19, Waszyngton, DC.
- SWIFT (2011), *RMB internationalisation: Implications for the global financial industry*, SWIFT White Paper, La Hulpe.
- WTO (2013), *World Trade Report: Factors shaping the future of world trade*, World Trade Organization, Genewa.

Streszczenie

Dominacja dolara amerykańskiego (USD) we współczesnym systemie walutowym wystawia zarówno gospodarkę światową, jak i gospodarki narodowe na ryzyko utrzymania się nierównowag zewnętrznych, pojawiania się bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów czy też gwałtownych zmian wyceny rezerw dewizowych. W takich okolicznościach w kręgach ekonomicznych i politycznych coraz częściej poruszana jest kwestia uzyskania przez renminbi (CNY) statusu waluty międzynarodowej, czego konsekwencją byłoby substytuowanie USD w światowych finansach. Niniejszy artykuł przedstawia obecne znaczenie chińskiej waluty w globalnym systemie walutowym oraz wskazuje czynniki, które mogą wpłynąć na drogę CNY do statusu waluty międzynarodowej.

Summary

Renminbi as international currency – current state and potential perspectives

The domination of USD in the contemporary monetary system exposes global economy, and national economies as well, to the risk of external imbalances, asset bubbles or sudden changes in valuation of foreign exchange reserves. In these circumstances one of the most frequently discussed topics is the possibility of achieving by the renminbi (CNY) the status of international currency, which would allow it to substitute USD in global finance. The article presents the importance of CNY in international monetary system and highlights factors which may affect the road of CNY to the mentioned status.

Słowa kluczowe: renminbi, światowy system walutowy, waluta międzynarodowa.

Key words: renminbi, global monetary system, international currency.