



Konrad
Adenauer
Stiftung

**REFERAT WPROWADZAJĄCY
INSTYTUTU BADAŃ NAD GOSPODARKĄ RYNKOWĄ**

DO E-DEBATY

**KONSEKWENCJE KRYZYSU ZADŁUŻENIA W STREFIE EURO DLA
EUROPEJSKIEGO I POLSKIEGO SEKTORA BANKOWEGO**

DR KRZYSZTOF SZYMAŃSKI

LISTOPAD 2011

Projekt realizowany we współpracy z Fundacją Konrada Adenauera w Polsce

Spis treści

Synteza.....	3
Wstęp	4
1. Kryzys zadłużenia publicznego w strefie euro.....	5
1.1. Geneza kryzysu.....	6
1.2. Wybuch kryzysu	9
1.3. Zarządzanie kryzysem finansów publicznych w strefie euro	10
1.4. Europejski Bank Centralny a kryzys długu publicznego w strefie euro.....	12
2. Kryzys bankowy w strefie euro.....	13
2.1. Spuścizna kryzysu bankowego z lat 2008-09.....	14
2.2. Bezpośrednie skutki kryzysu długu publicznego dla banków w strefie euro.....	16
2.3. Problem dokapitalizowania banków.....	20
2.4. Unijne instytucje nadzorcze a kryzys bankowy w strefie euro	23
3. Kryzys finansowy w sferze euro a polski sektor bankowy	24
4. Sugerowane problemy do dyskusji w trakcie e-debaty.....	28

Synteza

- W końcu 2009 roku globalny kryzys finansowy wszedł w nową fazę, w trakcie której głównym źródłem impulsów kryzysowych jest rynek papierów skarbowych krajów strefy euro
- Bezpośrednim powodem kryzysu jest obawa inwestorów przez niewypłacalnością szeregu zadłużonych krajów strefy euro. Głębszym podłożem kryzysu jest fundamentalna utrata zaufania inwestorów do skuteczności mechanizmów działania eurolandu - poczynając od w zapewnienia aby kraje członkowskie prowadziły odpowiedzialną politykę gospodarczą i fiskalną, a kończąc na zdolności do rozwiązania kryzysu zadłużenia publicznego
- Utrata zaufania inwestorów jest podstawowym czynnikiem procesu „zarażania” kryzysem kolejnych krajów – mechanizm ten uruchomił reakcję łańcuchową, która doprowadziła do rozprzestrzenienia się zaburzeń z jednego kraju, Grecji, na tzw. peryferyjne kraje strefy (Portugalię, Irlandię), a obecnie zagraża głównym krajom eurolandu
- Strefa euro okazała się zupełnie nieprzygotowana do kryzysu finansów publicznych – wynika to z szeregu zasadniczych rozwiązań instytucjonalnych strefy, w której całkowicie scentralizowana polityka pieniężna współistnieje z faktycznie zdecentralizowaną polityką fiskalną krajów członkowskich
- Rozwiązanie kryzysu jest znacząco komplikowane przez różnice poglądów dzielące główne kraje strefy euro, Niemcy i Francję, na temat kierunków działania i niezbędnych reform eurolandu, oraz kontrowersje dotyczące roli Europejskiego Banku Centralnego w obszarze stabilizacji finansów publicznych
- Kryzys zadłużenia publicznego krajów strefy euro przenika się i wzajemnie wzmacnia z kryzysem bankowym w Europie
- Słabość finansowa i kapitałowa banków europejskich jest w znacznej mierze spuścizną po kryzysie bankowym z lat 2008-09, którego skutki nie zostały jeszcze przezwyciężone; zagrożenie stratami w związku z kryzysem zadłużenia publicznego potęguje brak zaufania inwestorów do banków
- Podobnie jak w przypadku kryzysu finansów publicznych, przeciwdziałanie kryzysowi bankowemu jest utrudniane przez słabość mechanizmów instytucjonalnych strefy euro, w szczególności mało przejrzyste relacje między unijnymi i narodowymi nadzorcami bankowymi oraz brak procesu zarządzania kryzysem bankowym
- Potencjalny wpływ kryzysu finansowego w strefie euro na polski sektor bankowy może przebiegać trzema kanałami: oddziaływań makroekonomicznych, zagranicznych źródeł finansowania się banków polskich oraz struktury własnościowej polskiego sektora bankowego.

Wstęp

Strefa euro przeżywa obecnie głęboki kryzys długu publicznego, połączony z mniej spektakularnym (przynajmniej w tej chwili), ale równie poważnym, strukturalnym kryzysem bankowym. Oba te kryzysy splatają się w swoiste sprzężenie zwrotne, gdzie słabość finansów publicznych kreuje negatywne impulsy dla sytuacji sektora bankowego, zaś chwiejna pozycja kapitałowa i finansowa banków europejskich dramatycznie ogranicza możliwości i pole manewru dla rozwiązania problemów fiskalnych i gospodarczych eurolandu.

Niniejszy referat zawiera charakterystykę obu wspomnianych wyżej kryzysów i ich współzależności, oraz krótkie wprowadzenie do konsekwencji obecnej sytuacji kryzysowej dla polskiego sektora bankowego. Referat nie zawiera w zasadzie oryginalnych, autorskich ocen i analiz, ale stanowi raczej przegląd kluczowych informacji i poglądów na temat kryzysu w strefie euro, prezentowanych w najnowszym międzynarodowym piśmiennictwie ekonomicznym i finansowym. Celem referatu jest zainicjowanie dyskusji na powyższe tematy w środowisku akademickim i bankowym, traktowanej jako pierwszy etap dłuższego projektu badawczego IBnGR.

Tytuł referatu może sugerować, że kierunek zależności przyczynowo-skutkowej prowadzi od kryzysu zadłużenia publicznego do kryzysu bankowego, ale takie rozumienie problemu byłoby znaczącym uproszczeniem. Tytuł wyraża jedynie fakt, że w aktualnej fazie globalnego kryzysu finansowego, jaki trwa ze zmienną intensywnością od 2007 roku i przechodzi postępującą transformację, głównym ogniskiem zdarzeń kryzysowych stał się rynek obligacji skarbowych krajów strefy euro. Rynek ten należy jednak traktować po prostu jako element wysoce zintegrowanego międzynarodowego systemu finansowego.

1. Kryzys zadłużenia publicznego w strefie euro

Kryzys długu publicznego strefy euro wszedł na przełomie października i listopada 2011 r. w krytyczną, jakościowo nową fazę. Zaburzenia na rynku obligacji rządowych w strefie euro rozprzestrzeniły się w tym momencie poza grupę tzw. krajów peryferyjnych (Grecja, Irlandia, Portugalia) i objęły Włochy – jako pierwszy z głównych krajów Unii Europejskiej i eurolandu. Dotychczasowy przebieg kryzysu pokazuje wyraźnie, jak nieskuteczność mechanizmów funkcjonowania strefy euro w rozwiązywaniu problemu nadmiernego zadłużenia rządu jednego kraju, nawet niewielkiego, prowadzi do utraty zaufania kręgów finansowych do stabilności finansów publicznych w całym eurolandzie i uruchamia efekt „zarażenia” kryzysem kolejnych krajów strefy.

Bezpośredni mechanizm kryzysu zadłużenia i jego przenoszenia się do kolejnych krajów jest stosunkowo prosty. Można go w skrócie wyrazić poprzez następującą sekwencję wydarzeń:

- kryzys rozpoczyna się od wydarzenia, które powoduje spadek zaufania inwestorów do zdolności rządu danego kraju do terminowej obsługi długu publicznego i w efekcie prowadzi do wyprzedazy jego obligacji skarbowych,
- utrzymujący się spadek cen rynkowych obligacji powoduje sukcesywny wzrost ich rentowności i stąd konieczność podniesienia stopy procentowej dla nowych emisji,
- o ile odnośny proces nie zostaje powstrzymany, wzrost rentowności obligacji (kosztu długu) osiąga w końcu poziom, który w ocenie rynku jest nie do utrzymania, tj. musi doprowadzić do niewypłacalności danego kraju; następuje otwarta faza kryzysu – rząd tego kraju traci faktycznie w tym momencie dostęp do rynku i zostaje zmuszony do wystąpienia o międzynarodową pomoc finansową.

Jak widać, kryzys działa na zasadzie samorealizującej się przepowiedni. Ten mechanizm psychologiczny sprawia, że raz utracone zaufanie inwestorów nie powraca po pochłonięciu przez kryzys pierwszej „ofiary”, lecz odwrotnie, zdestabilizowany rynek po potwierdzeniu swoich obaw szuka wręcz pretekstu aby zaatakować kolejną. W rezultacie następuje powtarzający się szereg razy efekt „zarażenia” kryzysem kolejnych krajów. Oczywiście działa on tym szybciej, im silniejsze są powiązania gospodarcze i finansowe pomiędzy grupą krajów, w której kryzys się rozpoczął.

Opisana sekwencja wystąpiła jak dotąd w pełni w Grecji (maj 2010), Irlandii (listopad 2010), Portugalii (maj 2011) i ponownie w Grecji, w związku z jej widoczną niezdolnością do wykonania zawartych umów (kolejne porozumienia z lipca 2011 i października 2011). Warto zauważyć, w każdym z tych krajów kryzys osiągnął krytyczną fazę, gdy rentowność jego obligacji (dla papierów 10-letnich) przekroczyła wysokość 7 punktów %, która w percepcji inwestorów stała się czymś w rodzaju wartości granicznej wypłacalności. Rynek śledzi też jednocześnie premię za ryzyko, jaką obligacje danego kraju wykazują wobec „benchmarku”,

czyli papierów o najwyższym poziomie bezpieczeństwa – na rynku długu publicznego strefy euro są nim obligacje niemieckie, a premia (spread) wyznaczająca moment wejścia w obszar ostrego zagrożenia kryzysowego wynosiła dotychczas od 4,5 do 5 punktów %.

1.1. Geneza kryzysu

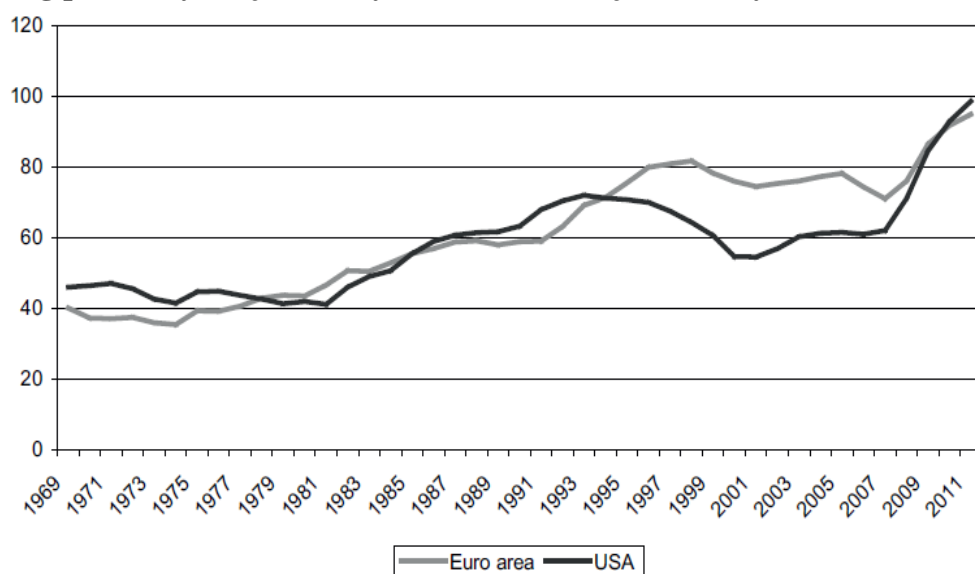
Gwałtowność kryzysu i łatwość, z jaką przenosi się on do kolejnych krajów, skłania nieuchronnie do pytania, jakie są przyczyny tak wielkiej wrażliwości krajów strefy euro na zaburzenia w funkcjonowaniu ich rynków długu publicznego, zwłaszcza że jaskrawo kontrastuje ona ze stabilnością tych rynków w praktycznie całym dotychczasowym okresie istnienia eurolandu.

Dane o sytuacji fiskalnej i długu publicznego krajów strefy euro nie pozostawiają wątpliwości, że jest ona bardzo niekorzystna. Widoczne jest ponadto, że stan finansów publicznych uległ znaczącemu pogorszeniu w wyniku kryzysu finansowego 2007-08 i że tendencja do wzrostu zadłużenia sektora publicznego w skali całej strefy utrzyma się jeszcze przez dłuższy czas, mimo podjęcia w szeregu krajów programów konsolidacji fiskalnej. Wszystkie te negatywne okoliczności nie tłumaczą jednak tak radykalnego załamania zaufania inwestorów na rynku obligacji rządowych, jakie obecnie obserwujemy.

Jeśli spojrzeć na dane OECD o długu publicznym strefy euro w przeciągu ostatnich czterech dekad, widać wyraźnie długofalową tendencję do stopniowego wzrostu wskaźnika długu do PKB, z poziomu około 40% na początku lat 1970-tych do blisko 90% obecnie. Jak widać na Wykresie 1, wskaźnik ten mniej więcej w momencie powstania strefy euro ustabilizował się na wysokości około 80%, nawet z lekką tendencją spadkową, i dopiero kryzys finansowy spowodował ostry wzrost wskaźnika w latach 2007-11.

Wykres 1.

Dług publiczny krajów strefy euro i Stanów Zjednoczonych (% PKB)



Uwaga: dane obejmują pierwsze 14 krajów strefy euro.

Źródło: OECD, *Economic Outlook*. Cyt za: Barry Eichengreen i in., *Public Debts: Nuts, Bolts and Worries*. International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva Reports on the World Economy 13, September 2011.

Istotne jest to, że rządy krajów strefy euro były bardzo zadłużone już na długo przed kryzysem finansowym. Dane dotyczące poszczególnych krajów pokazują, że ponad połowa z nich systematycznie przekraczała limit 60% długu do PKB, przyjęty w Traktacie z Maastricht jako jedno z wymaganych od krajów członkowskich strefy euro kryteriów dyscypliny fiskalnej. Nie powodowało to jednak ucieczki inwestorów od obligacji tych krajów.

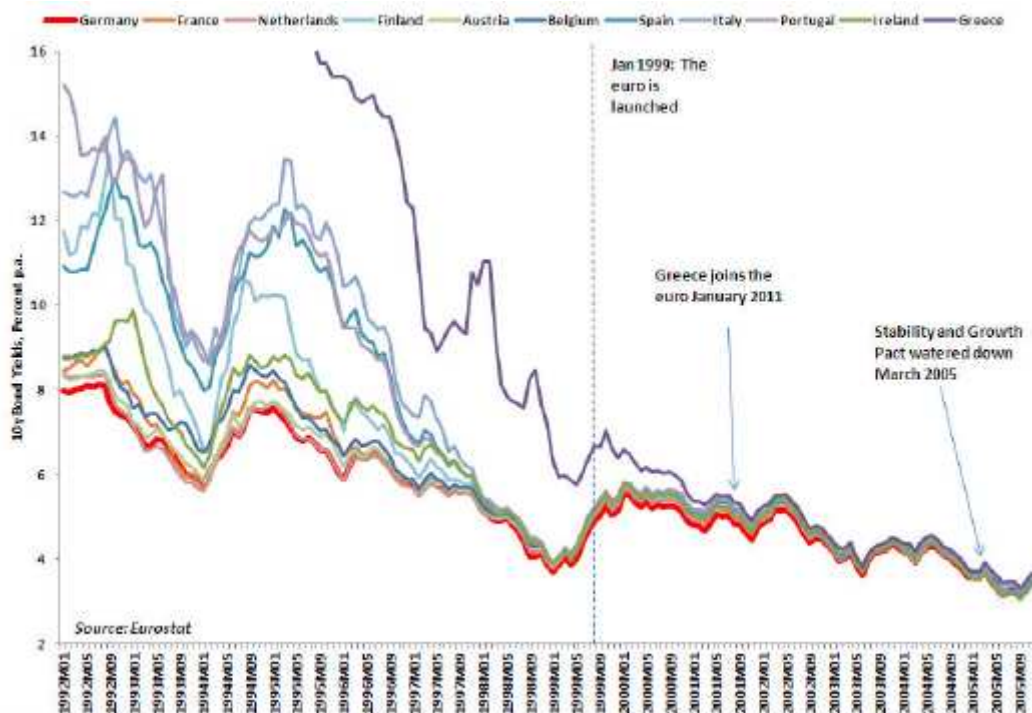
Kluczową informacją o funkcjonowaniu rynku długu publicznego jest poziom rentowności papierów skarbowych. Poniższe dwa wykresy pokazują wysokość rentowności obligacji 11 krajów europejskich - pierwszy dla lat 1992-2005, a więc okresu postępującej integracji krajów UE i przygotowań do utworzenia strefy euro oraz pierwszych 7 lat funkcjonowania eurolandu, i drugi dla lat 2007-2011, czyli okresu odpowiadającego mniej więcej przebiegowi globalnego kryzysu finansowego.

Ewolucja rentowności obligacji na obu wykresach jest bardzo znamienna. Na pierwszym widać postępującą kompresję rentowności obligacji poszczególnych krajów – jeszcze w połowie lat 1990-tych rozpiętość stóp rentowności wynosiła do 6 punktów % dla grupy pierwotnych krajów członkowskich strefy i do 10 punktów % jeśli uwzględnić Grecję, natomiast już na ponad rok przed inauguracją strefy rentowność obligacji krajów założycielskich praktycznie całkowicie się wyrównała. Rentowność obligacji greckich spadła do poziomu pozostałych krajów w momencie przystąpienia Grecji do strefy euro w 2001 roku. Sytuacja ta oznaczała, że inwestorzy traktowali obligacje rządów wszystkich krajów strefy euro jako przedstawiające identyczne ryzyko kredytowe, niezależnie od istotnych różnic w sytuacji fiskalnej i gospodarczej poszczególnych krajów. Jest też oczywiste, że czynnikiem unifikującym ryzyko był fakt posiadania przez wszystkie kraje wspólnej waluty europejskiej.

Wykres rentowności obligacji z lat 2007-11 przedstawia z kolei proces gwałtownej dekompresji stóp dla poszczególnych krajów, świadczący o dezintegracji rynku i radykalnym przewartościowaniu przez inwestorów ich podejścia do ryzyka kredytowego na rynku długu publicznego strefy euro. Mimo wspólnej waluty, inwestorzy zaczęli wyraźnie różnicować ryzyko każdego kraju. Wykres ten w istocie rzeczy pokazuje istotę obecnego kryzysu zadłużenia – wyraźnie widać, jak wzrasta i odrywa się od całej grupy rentowność obligacji krajów objętych kryzysem – Grecji, Irlandii i Portugalii.

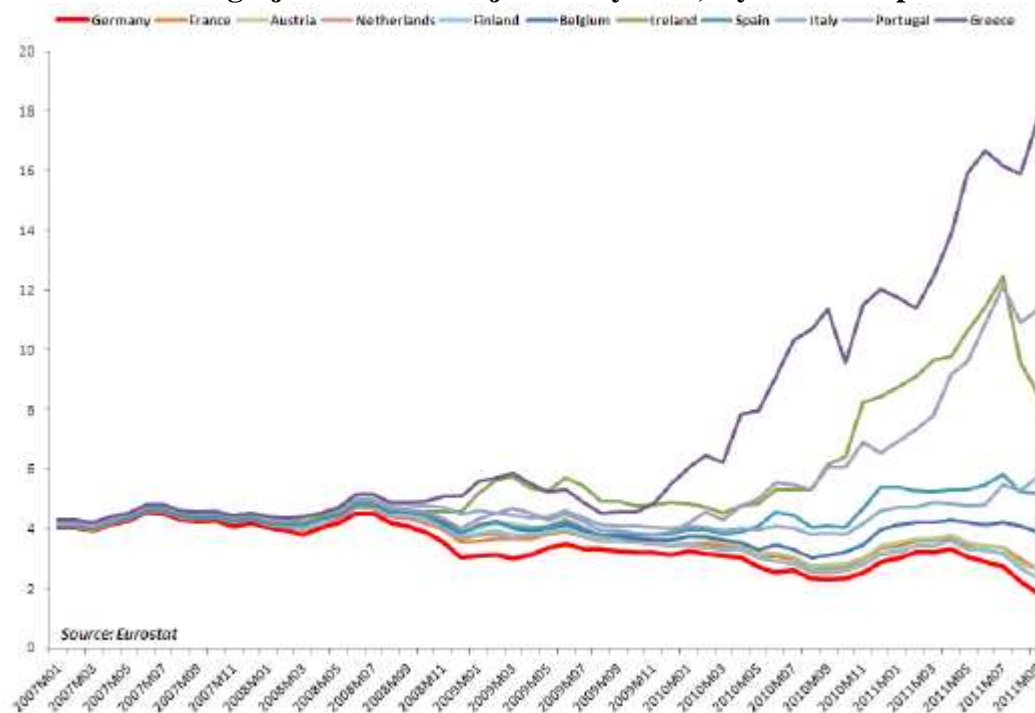
Co bardzo istotne, na wykresie widać, że choć pierwsze oznaki pojawiania się rozpiętości między rentownością obligacji poszczególnych krajów wystąpiły w roku 2008, to radykalna dekompresja stóp rentowności nastąpiła dopiero pod koniec 2009 roku. Tak więc zjawisko to nie było bezpośrednio związane z pierwszą fazą globalnego kryzysu finansowego, wywołaną przez załamanie się rynku kredytów hipotecznych subprime w USA, lecz oznaczało początek zupełnie nowej fazy kryzysu, umiejscowioną właśnie na rynku długu publicznego strefy euro.

Wykres 2.
Rentowność obligacji 10-letnich krajów strefy euro, styczeń 1992-grudzień 2005



Źródło: Eurostat. Cyt. Za: Jacob Funk Kirkegaard, *The Euro Area Crisis: Origin, Current Status and European and U.S. Responses*, Testimony before the U.S. House Committee on Foreign Affairs Subcommittee on Europe and Eurasia, October 27, 2011.

Wykres 3.
Rentowność obligacji 10-letnich krajów strefy euro, styczeń 2007-październik 2011



Źródło: jak dla Wykresu 2.

To co łączy oba wykresy, to fakt że w obu okresach, gdy inwestorzy różnicowali ryzyko kredytowe obligacji rządowych w strefie euro, a więc przed 2001 i po 2008 roku, ryzyko obligacji greckich było wyraźnie oceniane jako najwyższe. W istocie rzeczy, Grecja stała się swoistym zapalnikiem, który odegrał krytyczną rolę w „rozsadzeniu” rynku długu publicznego strefy euro. Proces ten miał jednak tyleż do czynienia z niewydolnością finansów publicznych Grecji, co z fundamentalnymi defektami mechanizmu funkcjonowania samej Unii Walutowej i Gospodarczej (Economic and Monetary Union, EMU).

1.2. Wybuch kryzysu

Rozdęty sektor publiczny Grecji był przez długie lata wręcz synonimem marnotrawstwa i korupcji. W latach 1990-2009 przeciętna wielkość jej deficytu budżetowego przekraczała 7% PKB, zaś dług publiczny nigdy nie spadł poniżej poziomu 94% PKB. Fakt systematycznego naruszania przez Grecję kryteriów ostrożnej polityki fiskalnej zawartych w Pakcie dla Stabilności i Wzrostu (Stability and Growth Pact, SGP) nie spowodował jednak żadnych kroków dyscyplinujących ze strony organów UE (podobnie zresztą jak wobec innych krajów). Nie ulega też wątpliwości, że przyjęcie przez Grecję wspólnej waluty europejskiej wydatnie przyczyniło się – głównie poprzez radykalne obniżenie stóp procentowych i ekspansję kredytową – do utraty przez ten kraj konkurencyjności międzynarodowej oraz powstania głębokiej nierównowagi gospodarczej w stosunkach z resztą strefy euro, co pokazywały deficyty budżetowe i rachunku obrotów bieżących z zagranicą. Ten stan rzeczy przez długi czas nie budził większych obaw rynków finansowych, dopóki następstwa globalnego kryzysu finansowego i wywołanej przezeń recesji nie pogorszyły sytuacji gospodarki greckiej w sposób dramatyczny.

Szok nastąpił 16 października 2009 roku, gdy premier nowego rządu Grecji Jeorios Papandreu ujawnił, że stan finansów publicznych tego kraju jest znacznie gorszy niż dotąd utrzymywano – deficyt budżetowy oszacowano w tym momencie na 13,6% PKB, zaś dług publiczny na 115% PKB. Dla międzynarodowego rynku obligacji nagle stało się jasne, że groźba niewypłacalności rządu greckiego jest całkowicie realna. Dla zrozumienia reakcji rynku, jakie następnie nastąpiły, trzeba podkreślić, że inwestorzy obligacyjni rozróżniali do tej pory bardzo wyraźnie obligacje rządów krajów rozwijających się, którym dość często zdarzały się przypadki restrukturyzacji, moratoriów i innych wydarzeń kreujących ryzyko kredytowe, oraz obligacje rządów krajów rozwiniętych, gdzie po II wojnie światowej nigdy nie wystąpiły zakłócenia w obsłudze długu i stąd inwestorzy nie ponieśli żadnych strat kredytowych. W efekcie obligacje skarbowe obu wspomnianych grup krajów traktowane były dotąd jako odrębne klasy aktywów finansowych. Obligacje krajów rozwiniętych (do których Grecja jest zaliczana) posiadały status aktywów bezwzględnie bezpiecznych, który został „zakodowany” tak w polityce inwestycyjnej instytucji finansowych, jak i w regulacjach nadzorczych.

Niewypłacalność rządu Grecji, prowadząca do jakiejś formy restrukturyzacji jej długu publicznego, a w konsekwencji zapewne także istotnych zaburzeń w obsłudze zadłużenia prywatnego (w tym banków), byłaby więc wydarzeniem o wymiarze historycznym. Jednak pomimo wieloletnich zaniedbań i utraty przez Grecję wiarygodności, wcale nie musiało do

tęgo dojsć. Z perspektywy Unii Europejskiej i strefy euro Grecja jest krajem niewielkim (2% PKB UE), stąd można się było spodziewać, i takie było oczekiwanie rynków finansowych, że uzyska ona szybko niezbędne wsparcie finansowe, tak jak to wielokrotnie obserwowano w ciągu dwóch poprzednich kryzysowych lat w odniesieniu do licznych instytucji finansowych.

Dalszy ciąg wydarzeń pokazał jednak, że fundamentalne rozwiązania instytucjonalne strefy euro, oraz spory między głównymi krajami strefy dotyczące ich rozumienia i interpretacji, stwarzają ogromne przeszkody w efektywnym zorganizowaniu międzynarodowej pomocy finansowej dla Grecji, a następnie kolejnych krajów strefy. Strefa euro okazała się całkowicie nieprzygotowana tak do zapobiegnięcia, jak i rozwiązania kryzysu fiskalnego w kraju członkowskim strefy. W efekcie następujące po sobie operacje ratunkowe dla krajów peryferyjnego południa Europy były w istocie wielką improwizacją. Konkretnie rozwiązania dla danego przypadku tworzone ad hoc na kolejnych nadzwyczajnych szczytach unijnych, w warunkach słabo skrywanych sporów pomiędzy głównymi uczestnikami negocjacji, w szczególności dwoma dominującymi krajami eurolandu, Niemcami i Francją, oraz instytucjami unijnymi z Europejskim Bankiem Centralnym na czele.

Widoczną wspólną cechą działań ratunkowych strefy euro dla krajów zagrożonych niewypłacalnością był ich ograniczony i tymczasowy charakter. Z reguły najpierw negowano perspektywę niewypłacalności kolejnego rządu, następnie odwlekano podjęcie koniecznych działań, a w końcu zaniżano skalę niezbędnej pomocy. Ta właśnie gra na zwłokę i ciągłe działanie w stylu „za mało i za późno” spowodowały dramatyczną utratę zaufania inwestorów do skuteczności działań władz strefy euro i ich determinacji w dążeniu do ostatecznego rozwiązania kryzysu. W konsekwencji każdy praktycznie pakiet ratunkowy spotykał się z rozczarowaniem rynku obligacyjnego, co szybko prowadziło do spekulacyjnej wyprzedaży obligacji danego rządu, ale także następnych, uznanych przez rynek za kolejnych kandydatów do niewypłacalności. Ten prosty mechanizm „zarażania” kolejnych krajów kryzysem zaufania, oparty przede wszystkim na percepcji inwestorów, spowodował, że kłopoty małej Grecji przerodziły się na zasadzie reakcji łańcuchowej w systemowy kryzys całej strefy euro.

1.3. Zarządzanie kryzysem finansów publicznych w strefie euro

Zasadnicza niespójność systemowa, cechująca konstrukcję strefy euro, nigdy nie była tajemnicą – ekonomiści wielokrotnie wskazywali, że jest ona politycznym kompromisem, w ramach którego pełna integracja polityki pieniężnej na szczeblu europejskim współistnieje z praktycznie zupełnie zdecentralizowaną polityką fiskalną i długu publicznego. W sensie formalnym spójność i stabilność polityki finansów publicznych krajów strefy euro powinna być zapewniana przez reguły SGP oraz rozbudowane procedury sprawozdawcze i naprawcze (procedura nadmiernego deficytu), ale faktycznie okazały się one fikcją. Organy unijne nie dysponują żadnymi narzędziami wymuszenia na suwerennym kraju strefy euro odpowiedzialnego zarządzania jego finansami publicznymi.

Krytyczne znaczenie ma fakt, że przyjęta w Unii filozofia pełnej suwerenności fiskalnej krajów strefy rozciąga się także na obszar kryzysu finansów publicznych. Traktaty unijne milcząco zakładają, że kraje członkowskie będą samodzielnie prowadzić odpowiedzialną politykę fiskalną, i że również same będą dawały sobie radę w ewentualnym kryzysie.

Traktaty nie zawierają żadnych postanowień dotyczących zarządzania kryzysem finansowym czy fiskalnym w strefie euro, a wręcz zawierają zapisy zabraniające organom Unii i krajom członkowskim przyjmowania zobowiązań innych krajów, co jest interpretowane jako zakaz udzielania pomocy finansowej (tzw. „no bail-out clause” w art. 125 Traktatu). Konserwatywną interpretację reguł dotyczących pomocy finansowej przyjął zwłaszcza rząd Niemiec, działający pod silną wewnętrzną presją polityczną, wyrażającą opór wobec sytuacji, w której kraje prowadzące rozsądną politykę fiskalną finansują wydatki swoich rozrzutnych i marnotrawnych partnerów z Unii (problem „moralnego hazardu lub „Unii transferowej”).

W efekcie w pierwszym pakiecie ratunkowym dla Grecji z 2 maja 2010 r., który rodził się w bólach przez wiele miesięcy, część unijna (80 mld EUR) składa się z bilateralnych pożyczek krajów członkowskich, jedynie administrowanych przez UE. To właśnie w okresie pomiędzy październikiem 2009 r i majem 2010 r., gdy w pełni ujawniła się bezradność strefy euro wobec problemu Grecji, rynek obligacji zaczął ostro rozróżniać ryzyko kredytowe poszczególnych krajów strefy: premia rentowności obligacji greckich nad niemieckimi wzrosła w tym okresie ze 140 do ponad 600 punktów bazowych.

Negatywna reakcja rynku na pakiet z 2 maja 2010 r. wymusiła niemal natychmiast podjęcie dalej idących, choć ciągle ograniczonych kroków. W dniu 9 maja 2010 r. ogłoszono decyzję o stworzeniu kolejnego pakietu finansowego, przeznaczonego już wyraźnie za zapobieganie „zarażaniu” kryzysem kolejnych krajów. Wspólny pakiet Unii i Międzynarodowego Funduszu Walutowego liczył 750 mld EUR, a jego głównym składnikiem był fundusz krajów członkowskich strefy euro mający wspierać kraje będące w kryzysie, nazwany następnie Europejskim Funduszem Stabilizacji Finansowej (European Financial Stabilisation Facility, EFSF).

Fundusz ma skomplikowaną konstrukcję prawną i finansową. Nie jest on ściśle biorąc instytucją unijną, ale spółką utworzoną przez rządy 16 krajów strefy euro. Obligacje EFSF nie są objęte łączną i solidarną gwarancją założycieli – ich standing zależy w proporcjach wyznaczonych przez udziały kapitałowe od ratingu rządów krajów założycielskich, stąd chociaż w momencie utworzenia Fundusz otrzymał rating AAA, nie całkiem pewna sytuacja wielu z tych krajów powoduje, że groźba uraty tego ratingu przez EFSF jest traktowana przez rynek jako całkiem realna.

Maksymalna zdolność kredytowa EFSF, jaką ma on osiągnąć w ciągu 3-letniego okresu swego funkcjonowania, została określona na 440 mld EUR, co w tej wczesnej fazie kryzysu wydawało się wystarczające. Proces „zarażania” kryzysem kolejnych krajów zweryfikował szybko te założenia, zwłaszcza gdy w strefie zagrożenia znalazły się Hiszpania i Włochy – niezbędną dla uspokojenia rynku wielkość EFSF zaczęto wówczas oceniać na 3 do 4 bilionów EUR. Jak dotąd zasoby EFSF nie zostały powiększone, ale dyskusje na temat sposobów zwiększenia zdolności kredytowej EFSF i instrumentów jego działania stały się nieodłączną częścią debat o kryzysie strefy euro.

1.4. Europejski Bank Centralny a kryzys długu publicznego w strefie euro

Systemowa niespójność konstrukcji strefy euro, którą w dramatyczny sposób unaocznili kryzys zadłużenia publicznego, wyraża się także w ograniczeniach, jakie narzuca ona dla działań Europejskiego Banku Centralnego w dziedzinie stabilizacji makroekonomicznej. W traktatach europejskich przyjęto zasadę kategorycznego rozgraniczenia sfery polityki pieniężnej, będącej domeną EBC, i polityki finansów publicznych, będącej domeną rządów. W szczególności EBC nie może finansować rządów krajów członkowskich strefy euro, czyli „monetyzować długu publicznego”, co zgodnie z zachowawczą interpretacją przyjętą przez kierownictwo EBC narzuca mu bardzo ostre ograniczenia w operacjach na rynku papierów rządowych krajów eurolandu.

W świecie bankowym od bardzo dawna stosowana jest praktyka, że w warunkach kryzysu banki centralne podejmują na rynkach finansowych interwencję, dostarczając rynkom płynność i zapobiegając drastycznemu spadkowi cen aktywów finansowych. Ma to kapitalne znaczenie dla psychologii rynku, gdyż bank centralny – jako instytucja kreująca pieniądź rezerwowy dla systemu bankowego - dysponuje dla celów stabilizacyjnych praktycznie nieograniczonymi środkami. Jakkolwiek w klasycznym ujęciu tego rodzaju interwencja banku centralnego ma miejsce głównie na rynku pieniężnym wobec banków, miała ona także wielokrotnie miejsce na rynku kapitałowym (w okresie obecnego kryzysu działania takie prowadzą np. System Rezerwy Federalnej i Bank Anglii).

Wielu przedstawicieli kręgów finansowych i obserwatorów kryzysu w strefie euro wyraża opinię, że definitywnym, czy wręcz jedynym sposobem na przełamanie obecnej psychozy inwestorów i opanowanie sytuacji na rynku papierów skarbowych krajów strefy euro byłoby podjęcie przez EBC systematycznych zakupów obligacji rządów zagrożonych kryzysem w celu utrzymania ich cen na wybranym poziomie. Jednakże od samego początku kryzysu kierownictwo EBC kategorycznie sprzeciwia się tego rodzaju polityce, powołując się na ograniczenia prawne, ale też wyrażając sceptycyzm co do długofalowej skuteczności interwencji na rynku obligacji. Jak można sądzić, głównym powodem konserwatywnej polityki EBC jest dążenie do uniknięcia „moralnego hazardu”, czyli sytuacji, w której kraje prowadzące nieodpowiedzialną politykę fiskalną mogłyby ją kontynuować bez przeszkód ze strony rynku finansowego, co z kolei podważyłoby skuteczność polityki pieniężnej EBC.

Pod presją wydarzeń na rynku EBC został tylko częściowo zmuszony do odejścia od swej zasadniczej postawy. W ramach pakietu ratunkowego z 9 maja 2010 r. EBC ogłosił program zakupów obligacji (Securities Market Programme, SMP) i rozpoczął okresowe skupowanie papierów krajów objętych lub zagrożonych kryzysem. Zakupy EBC mają jednak ograniczoną skalę, a sam bank często publicznie podkreśla, że ich celem jest wyłącznie utrzymanie przez rynek niezbędnej płynności i zapewnienie dzięki temu warunków dla efektywnej polityki stóp procentowych, natomiast w żadnym wypadku nie jest to systematyczna interwencja na rynku długu publicznego nakierowana na stabilizację rentowności obligacji. Zdaniem EBC to ostatecznie zadanie należy wyłącznie do rządów. Sytuacja ta pozbawia naturalnie interwencje EBC większego wpływu psychologicznego na rynek – nie są one czynnikiem zwiększającym

zaufanie inwestorów i skłaniającym do zakupów obligacji, a raczej ułatwiają im wyjście z rynku.

Efektom braku wsparcia EBC dla rynku długu publicznego krajów strefy euro w warunkach kryzysu jest dość paradoksalna sytuacja, w której obligacje rządowe krajów eurolandu nabrały cech tradycyjnie kojarzonych z obligacjami krajów rozwijających się. Te ostatnie nie posiadają z reguły dobrze rozwiniętego rynku obligacji, więc w dużej mierze zmuszone są pożyczać za granicą. Ponieważ nie są w stanie kontrolować źródła spłaty zadłużenia w walutach obcych, ryzyko zaburzeń w obsłudze długu jest tu dość wysokie. Natomiast rządy krajów rozwiniętych pożyczają przede wszystkim na rynku krajowym we własnej walucie, co oznacza że w razie poważnego kryzysu mogą ustabilizować rynek długu publicznego przy pomocy banku centralnego. Ta właśnie możliwość przyczyniła się w dużym stopniu do nadania obligacjom krajów rozwiniętych statusu aktywów wolnych od ryzyka kredytowego. Jednak przebieg obecnego kryzysu uświadomił inwestorom w bolesny sposób, że na rynku obligacji krajów strefy euro wspomniana reguła nie obowiązuje.

Powyższa teza potwierdzana jest np. przez zachowanie się inwestorów na rynkach obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Japonii w okresie obecnego kryzysu. Mimo że kraje te mają podstawowe wskaźniki sytuacji fiskalnej i długu publicznego gorsze od wielu krajów strefy euro, międzynarodowi inwestorzy nie tylko nie tracą zaufania do ich obligacji, ale wręcz traktują je jako „bezpieczną przystań” dla swoich inwestycji, co doprowadziło do spadku rentowności ich obligacji skarbowych do rekordowo niskich poziomów. Często podawanym wyjaśnieniem tych zachowań jest aktywne wsparcie dla rynku długu publicznego udzielane w tych krajach przez banki centralne.

2. Kryzys bankowy w strefie euro

Przewlekły kryzys bankowy, jaki przechodzi obecnie strefa euro, jest jakby „bliźniakiem” kryzysu długu publicznego. Oba te kryzysy nie tylko przenikają się wzajemnie i potęgują, ale wykazują także szereg cech wspólnych. Najważniejszym podobieństwem między nimi jest fundamentalna utrata zaufania – w tym wypadku utrata wiary inwestorów i innych wierzycieli banków w stabilność finansową sektora bankowego szeregu krajów strefy. Znowu, załamanie się zaufania jest w dużej mierze pochodną konstatacji, że euroland nie dysponuje procesem instytucjonalnym i narzędziami pozwalającymi na skuteczne zapobieganie kryzysom bankowym oraz zarządzanie takim kryzysem, kiedy już do niego dojdzie. Podobnie jak w przypadku finansów publicznych, zarządzanie kryzysem sektora bankowego okazało się w praktyce zadaniem, które „w godzinie próby” spadło przede wszystkim na barki rządów i instytucji nadzorczych krajów członkowskich, gdyż organy strefy euro (Unii) nie miały ku temu ani odpowiednich procedur ani środków finansowych.

2.1. Spuścizna kryzysu bankowego z lat 2008-09

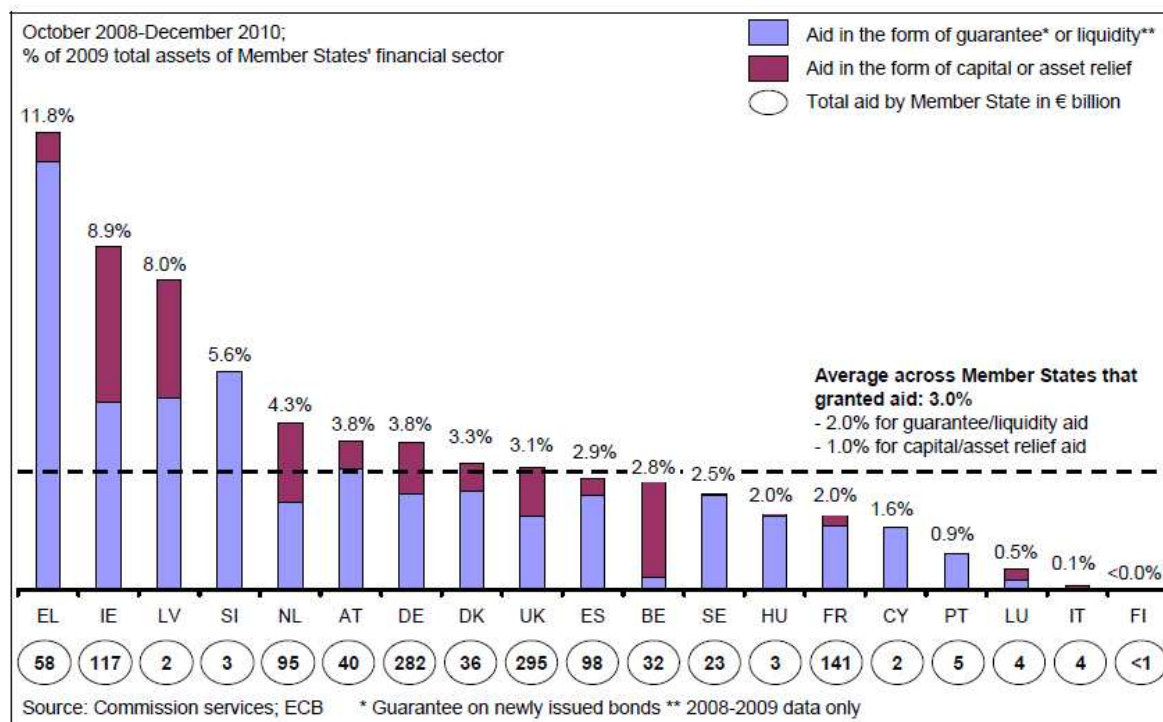
Obecny kryzys zadłużenia publicznego dotknął banki w strefie euro w sytuacji, gdy ciągle jeszcze odczuwają one daleko idące następstwa wcześniejszej fazy globalnego kryzysu finansowego z lat 2008-09. Banki europejskie poniosły w tej wcześniejszej odsłonie kryzysu bardzo poważne straty, przy czym z uwagi na skomplikowany i rozłożony w czasie proces ewidencji księgowej tych strat, tylko część tych strat została dotąd wykazana w księgach i stąd znalazła wyraz w kapitale banków. Banki w Europie zdołały w ostatnich latach w istotnej mierze wzmocnić swoją bazę kapitałową, zresztą z bardzo wydatną pomocą publiczną, jednak problem polega na tym, że w ich aktywach pozostają nadal bardzo poważne koncentracje ryzyka, których skala i prawdopodobieństwo realizacji strat mogą być jedynie szacowane.

O głębokości kryzysu bankowego z lat 2008-09 świadczy skala pomocy publicznej, jaką otrzymały banki europejskie w celu odtworzenia ich wypłacalności i płynności w warunkach paniki na rynkach finansowych i drastycznego spadku wartości ich aktywów. Według danych Komisji Europejskiej, w okresie październik 2008 – grudzień 2010 rządy krajów UE udostępniły swoim bankom pomoc finansową w różnej postaci (programy płynnościowe, gwarancje dla emisji obligacji, gwarancje wartości aktywów i rekapitalizacje) na astronomiczną kwotę 4,1 biliona EUR (około 1/3 PKB UE!), z czego banki do końca 2010 roku efektywnie wykorzystywały 1,2 bln EUR.

Wykorzystana pomoc publiczna dla banków wyniosła przeciętnie w skali całej Unii 3,0% kwoty aktywów sektora bankowego (por. Wykres 4). Skala pomocy dla sektora bankowego – tak w wyrażeniu absolutnym, jak i względnym – różniła się znacząco pomiędzy krajami. W przypadku krajów strefy euro najwięcej otrzymały banki w Niemczech (282 mld EUR) i Francji (141 mld EUR), co stanowiło odpowiednio 3,8% i 2,0% aktywów bankowych tych krajów.

Wykres 4.

Wykorzystanie pomocy publicznej dla sektora bankowego UE (% aktywów sektora bankowego danego kraju na koniec 2009 r.)



Źródło: European Commission, Staff working paper, *The effects of temporary State aid rules adopted in the context of the financial and economic crisis*, SEC(2011) 1126, 5.10.2011.

Sytuacja w krajach peryferyjnych strefy euro była zróżnicowana: największą pomoc, tak w wymiarze względnym jak i bezwzględnym otrzymały banki w Irlandii i Grecji (odpowiednio 117 i 58 mld EUR) – katastrofalny był zwłaszcza kryzys bankowy w Irlandii, gdzie system bankowy zaangażował się na wielką skalę w finansowanie spekulacji na rynku nieruchomości, a pomoc publiczna dla banków spowodowała załamanie się budżetu i była głównym powodem wystąpienia Irlandii o pomoc międzynarodową. Z drugiej strony bardzo mała była skala pomocy dla banków w Portugalii, a z dużych krajów południowych, we Włoszech.

Dla zrozumienia przebiegu i następstw kryzysu bankowego w strefie euro najważniejsze znaczenie ma fakt, że pomoc publiczna dla banków była organizowana i finansowana przede wszystkim przez rządy i regulatorów bankowych krajów członkowskich, gdyż w momencie wystąpienia ostrego kryzysu bankowego okazało się, że Unia i strefa euro nie miały tu żadnych praktycznie środków działania. Wpływ Unii na organizację pomocy wyraził się głównie w ustaleniu jednolitych wytycznych dla zasad pomocy, formułowanych w ramach kontroli pomocy publicznej i ochrony konkurencji(!) - działania te były więc w pewnym sensie realizowane obok tradycyjnych form działań nadzoru bankowego. Z drugiej strony trzeba podkreślić, że reguły pomocy zostały zdefiniowane bardzo szybko jak na standardy unijne (decyzje podjęto 12 października 2008), a zatwierdzane przez Komisję Europejską warunki udzielenia pomocy indywidualnym bankom były często bardzo ostre i wymuszały na bankach autentyczną restrukturyzację i/lub zmianę strategii biznesowej. Warto tu podkreślić, że pomoc publiczna była dość mocno skoncentrowana na dużych bankach – spośród

czołowych grup finansowych operujących w Polsce, można m.in. wymienić Commerzbank, ING i KBC.

Mniej więcej 1/3 wykorzystanej pomocy publicznej dla banków w UE posłużyła dla bezpośredniej lub pośredniej (poprzez gwarancje dla wartości aktywów) rekapitalizacji banków. Pomimo że banki starały się wzmocnić kapitały także z emisji nowych akcji oraz zatrzymanych zysków (niewypłacanie dywidend), skala niezbędnych odpisów na rezerwy i utratę wartości aktywów w księgach handlowych była tak duża, że wyszły one z ostrej fazy kryzysu na przełomie 2008 i 2009 roku z bardzo osłabioną pozycją finansową. Obawy o stabilność sektora bankowego wielu krajów Europy powiększał ponadto fakt, że banki często nie były w stanie, lub nie chciały gruntownie „wyczyścić” swoich bilansów z różnego rodzaju toksycznych aktywów. Wynika to w dużej mierze właśnie ze słabości kapitałowej banków – sprzedaż aktywów po zdeprecjonowanej cenie rynkowej lub stworzenie rezerw na całość ekspozycji byłoby po prostu zbyt kosztowne, więc banki zmuszone są utrzymywać zagrożone aktywa w bilansie przy sztucznie zawyżonych wycenach.

Dokładna informacja na temat zagrożonych aktywów banków i ich wycen jest ciągle trudno dostępna, mimo wysiłków instytucji nadzorczych, aby zwiększyć kompletność i przejrzystość danych o pozycji finansowej banków. Generalnie ugruntowana jest opinia, że banki amerykańskie podeszły znacznie bardziej rygorystycznie do porządkowania swoich bilansów niż banki w Europie, tak w wyniku silniejszej presji regulatorów, jak i bardziej twardych standardów rynkowych obowiązujących w USA.

Według niedawnego raportu Credit Suisse, największe banki w Stanach Zjednoczonych spisały w swoich bilansach już ponad 80% wartości „toksycznych” aktywów z pierwszej fazy kryzysu finansowego, natomiast główne banki europejskie jedynie mniej więcej w połowie (stany na 30 września 2011). Według tegoż raportu, 16 czołowych banków europejskich posiadało jeszcze w tym momencie „stare” i trudne do wyceny zagrożone aktywa (kredyty i obligacje z zabezpieczeniem hipotecznym, CDO i inne instrumenty strukturyzowane itp.) na kwotę 386 mld EUR. Większość tej kwoty stanowią aktywa w bilansach największych banków w Wielkiej Brytanii, Niemczech i Francji, przy czym dla niektórych są to kwoty większe niż papiery skarbowe krajów strefy euro dotkniętych kryzysem finansów publicznych.

2.2. Bezpośrednie skutki kryzysu długu publicznego dla banków w strefie euro

Generalnie biorąc, kryzys długu publicznego strefy euro uderzył w banki w podobny sposób jak wcześniejsze zaburzenia z lat 2008-09. Pociągnął on za sobą bieżące straty banków odzwierciedlające aktualne pogorszenie wyceny bilansowej ich aktywów oraz spotęgował brak zaufania do stabilności banków poprzez zwiększenie niepewności co do możliwych przyszłych strat na posiadanych aktywach. Banki w krajach strefy euro są bardzo znaczącymi inwestorami w obligacje skarbowe krajów eurolandu, tak więc spadek cen rynkowych obligacji krajów objętych kryzysem, połączony z perspektywą poniesienia poważnych strat kredytowych w razie dojścia do restrukturyzacji długu (w przypadku Grecji banki odpisały

jak dotąd w straty nawet do 60% swoich portfeli) stał się obecnie kluczowym dodatkowym elementem ryzyka systemowego w sektorze bankowym eurolandu. Skala łącznych możliwych strat wynikłych ze spadku wartości aktywów (bądź w związku z ryzykiem rynkowym, bądź kredytowym) znowu jest na tyle duża, że w wypadku wielu banków może spowodować całkowitą destrukcję ich kapitałów własnych, stąd problem niedostatecznej kapitalizacji sektora bankowego ponownie znalazł się w centrum uwagi.

Według szacunku analityków brukselskiego think-tanku Bruegel, na koniec 2010 roku łączna kwota długu rządowego Grecji, Irlandii i Portugalii wynosiła 620 mld EUR (według wartości nominalnej), z czego banki krajowe posiadały obligacje na łączną kwotę 109 mld EUR, a banki z innych krajów strefy euro obligacje na kwotę 87 mld EUR (por. Tablica 1). Ponadto EBC posiadał obligacje wspomnianych 3 krajów na kwotę 93 mld EUR.

Oczywiście jeśli uwzględnić zadłużenie sektora prywatnego wspomnianych krajów wobec banków ze strefy euro, skala ekspozycji tych banków gwałtownie rośnie (Tablica 1 pokazuje obok długu publicznego również aktywa banków ze strefy euro wobec banków w Grecji, Irlandii i Portugalii). Jeśli jeszcze w analizie wziąć pod uwagę kolejne kraje realnie zagrożone kryzysem długu publicznego, a posiadające znacznie większe zadłużenie, jak Hiszpanię czy Włochy, skala ryzyka wzrasta w sposób lawinowy.

Tablica 1.

Szacunek wielkości zadłużenia rządów i banków krajów peryferyjnych (mld EUR, stan na koniec 2010)

	Grecja	Irlandia	Portugalia	Hiszpania	Razem
Kwota długu sektora publicznego (według wartości nominalnych)	325	153	142	677	1297
W tym posiadany przez :					
Banki krajowe	68	11	19	227	336
Banki z innych krajów strefy euro	52	14	33	79	166
Banki z pozostałych krajów	6	9	5	24	43
Inwestorzy nie-bankowi (krajowi i zagraniczni)	119	97	64	347	627
ECB	50	22	21	0	93
IMF, EU i pozostali oficjalni wierzyciele	32	0	0	0	32
Wskaźnik przeciętnej wyceny rynkowej do wartości nominalnej długu publicznego	0,75	0,85	0,9	1	
Ekspozycja banków zagranicznych wobec krajowego sektora bankowego	10	119	43	209	381

W tym banki ze strefy euro	6	66	37	154	264
Kredyty Eurosystemu dla banków	95	132	41	65	333

Źródło: Zsolt Darvas, Jean Pisani-Ferry, Andre Sapir, *A Comprehensive Approach to the Euro Area Debt Crisis*, Bruegel policy brief, Issue 2011/2, February 2011.

Należy podkreślić, że zarówno w wypadku toksycznych aktywów nabytych we wcześniejszej fazie kryzysu, jak i „nowych” związanych z kryzysem długu publicznego, chodzi o straty potencjalne, które mogą ostatecznie w ogóle się nie zrealizować, bądź zrealizować tylko w jakiejś części. Niemniej są to aktywa realnie zagrożone poważnymi stratami, stąd kreowana przez nie groźba dla stabilności i wypłacalności banków ma dla nich natychmiastowe, wysoce negatywne konsekwencje:

- skutkuje presją na spadek cen akcji banków, przez co pogarsza opłacalność emisji nowych akcji z perspektywy banków i zmniejsza zainteresowanie inwestorów akcjami banków, co ogranicza zdolność banków do wzmocnienia tą drogą kapitałów własnych,
- powoduje zachwianie standingu finansowego banków na rynkach instrumentów dłużnych (często wyraża się to w obniżeniu formalnego ratingu kredytowego), co podnosi koszt funduszy pozyskiwanych przez banki na rynkach pieniężnych i obligacyjnych, a w przypadku banków z krajów zagrożonych niewypłacalnością i objętych programami pomocy międzynarodowej, wręcz uniemożliwia im dostęp do tych rynków.

Naturalnie w tej mierze, w jakiej banki dokonują wiarygodnego oszacowania potencjalnych strat i w jej wyniku odpowiednio korygują wycenę aktywów lub tworzą rezerwy na oczekiwane straty, negatywny efekt dla wyniku finansowego i kapitału następuje od razu. Ma to z punktu widzenia rynków finansowych tę dobrą stronę, że pozwala na zmniejszenie niepewności wśród inwestorów. Problem jednak w tym, że podejście banków (i trzeba dodać, nadzorców z poszczególnych krajów) jest tu ciągle bardzo niejednolite i nieprzejrzyste, stąd czynnik ten sam w sobie jest znaczącym elementem niepewności.

Jak widać z powyższego, sama tylko niepewność rynków finansowych związana z perspektywą znaczących strat banków powoduje, że wzrastają koszty finansowania i obniżona zostaje rentowność działalności banków, możliwość działania banków w liniach biznesowych wymagających wysokiego standingu zostaje mocno ograniczona, i generalnie podważone zostają perspektywy wzrostu branży bankowej.

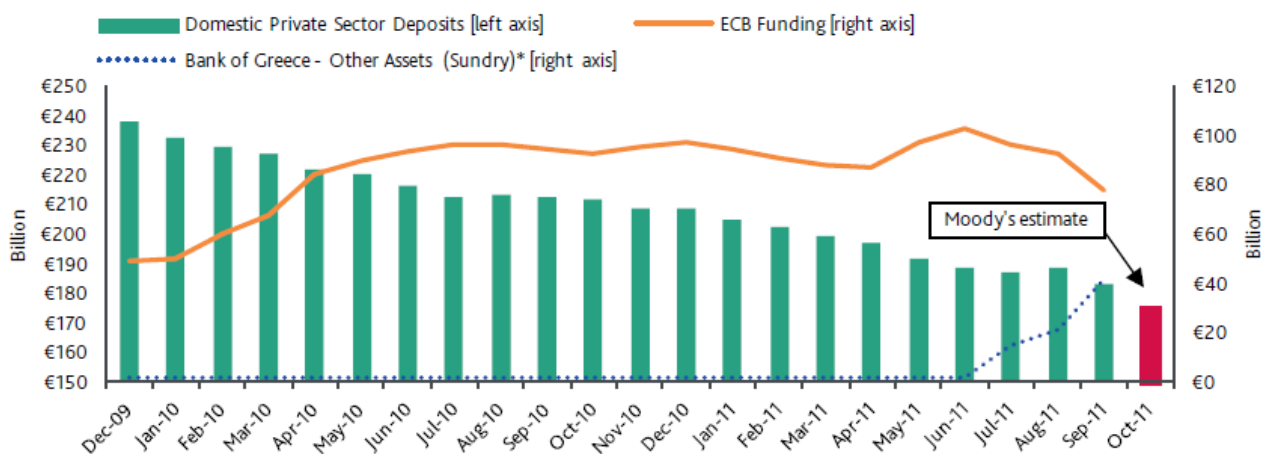
Wpływ kryzysu zaufania na warunki działania banków z poszczególnych krajów strefy euro, czy wręcz na sytuację indywidualnych instytucji, zależy oczywiście od konkretnych uwarunkowań. Najtrudniejsza jest niewątpliwie sytuacja banków z trzech krajów peryferyjnych strefy (Grecji, Irlandii i Portugalii), które w następstwie kryzysu długu publicznego i „zarażenia” banków ryzykiem własnego państwa, utraciły dostęp do hurtowych rynków pieniężnych i obligacyjnych. Co więcej, w przypadku Grecji i Irlandii, nastąpił także systematyczny odpływ depozytów klientów z banków, co zmusza je do korzystania w

rosnącym stopniu z programów płynnościowych ich banków centralnych (z gwarancjami rządowymi) lub bezpośrednio z finansowania EBC.

Tytułem przykładu, Wykres 5 pokazuje główne źródła finansowania banków w Grecji w okresie kryzysu. Widać na nim nienaturalną sytuację banków greckich, które we wrześniu 2011 r. miały 183 mld EUR depozytów (spadek z 209 mld EUR na początku br.), przy 78 mld EUR zadłużenia w EBC i 27 mld EUR zadłużenia w banku centralnym. Tendencja ta jest w dłuższym okresie nie do utrzymania, m.in. z uwagi na wymogi Eurosystemu dotyczące zabezpieczeń, które wyznaczają efektywne granice dla pomocy płynnościowej. Wymogi te mogą oczywiście zostać złagodzone, i zostało to już zrobione, ale trudno się spodziewać, aby EBC i krajowe banki centralne mogły całkowicie zrezygnować z zarządzania własnym ryzykiem kredytowym.

Problemy z dostępem i kosztem finansowania, jakie odczuwają banki z krajów peryferyjnych, są siłą rzeczy znacznie poważniejsze w porównaniu z bankami z innych krajów strefy euro. Niemniej okresowo również banki z całego eurolandu mają kłopoty z normalnym finansowaniem się na hurtowych rynkach finansowych. W lecie 2011 roku widać to było zarówno na rynkach pieniężnych, jak i obligacyjnych. Na rynku pieniężnym obaw inwestorów stały się szczególnie banki francuskie, które napotkały np. na rosnące trudności z pozyskaniem krótkoterminowych funduszy dolarowych (ten mini-kryzys został zażegnany w wyniku skoordynowanej akcji banków centralnych we wrześniu br).

Wykres 5.
Profil finansowania banków greckich, 2009-2011



* Includes ELA funding for Greek Banks

Źródło: Dane Banku Grecji. Cyt. Za Moody's Investors Service, *State Guarantees for Greek Banks Are Credit Negative; Point to Further Funding Deterioration*, Weekly Credit Outlook, 14 November 2011.

Z kolei na rynku kapitałowym przez kilkumiesięczny okres banki praktycznie zaprzestały emisji klasycznych obligacji niezabezpieczonych (m.in. z uwagi na ich bardzo wysoki koszt) i ograniczały się do oferowania tańszych obligacji zabezpieczonych. Tu jednak znowu pojawia się ograniczenie w postaci kończącej się już bankom podaży zabezpieczeń o akceptowalnej dla inwestorów jakości. Problem możliwości refinansowania się banków na rynku obligacyjnym jest o tyle poważny, że w najbliższych latach zapadać będą terminy spłaty

dużych emisji obligacji wypuszczonych przez banki w latach poprzednich (szczególnie ważny jest rok 2012, gdy zapadnie ponad 800 mld \$ obligacji, w tym dużo tanich emisji wypuszczonych przez banki europejskie w latach 2008-09 z gwarancjami rządowymi). Efektem jest słabnący standing kredytowy banków europejskich na rynku obligacyjnym i stąd rosnący koszt płacony przez banki. Proces ten ilustruje Wykres 6 – wskaźnikiem standingu jest tu teoretyczny rating, wyliczony w oparciu o rynkowy koszt obligacji banków.

Trudności z bieżącym finansowaniem działalności przez banki europejskie na rynkach pieniężnych i obligacyjnych są elementem kolejnego negatywnego sprzężenia zwrotnego, jakie wytworzyło się w okresie kryzysu – kłopoty te poprzez rosnący koszt funduszy uderzają w rentowność banków, co prowadzi do presji na kursy ich akcji i komplikuje rozwiązanie problemu bardziej fundamentalnego, czyli wzmocnienia kapitałów własnych banków. Według szacunku Moody's z początku listopada br., akcje banków europejskich były notowane w tym momencie przeciętnie na poziomie odpowiadającym około 50% ich wartości księgowej.

Wykres 6.
Rating banków europejskich implikowany przez ceny ich obligacji



Źródło: Moody's Investors Service, *A Challenge at the Wrong Time: European Bank Financing Needs Are Set to Peak as Market Conditions Worsen*, Weekly Market Outlook, November 10, 2011.

2.3. Problem dokapitalizowania banków

O ile konieczność dokapitalizowania banków w Europie nie budzi generalnie wątpliwości, to już kwestia oszacowania wielkości niezbędnej rekapitalizacji oraz znalezienia źródeł nowego kapitału są już przedmiotem gorących debat i kontrowersji. Są one po części pochodną bardzo trudnego otoczenia ekonomicznego i finansowego, które ewidentnie utrudnia przeprowadzenie rekapitalizacji w sposób najbardziej korzystny dla gospodarki europejskiej, a więc poprzez powiększenie kapitałów banków w drodze emisji nowych akcji i kapitalizację zysków zatrzymanych, i jednocześnie, co bardzo ważne dla koniunktury, bez ograniczania akcji kredytowej. Znaczące powiększenie kapitałów spowodowałoby jednak obniżenie dźwigni finansowej w bilansach banków i stąd spadek zwrotu z kapitału, będącego podstawowym miernikiem oceny wyników funkcjonowania banków przez inwestorów.

Tak więc zarządy banków nie są wcale entuzjastycznie nastawione do kwestii powiększania kapitałów, a ponieważ problem kapitalizacji ma w istocie rzeczy wymiar względny – chodzi o relację między aktywami a kapitałem własnym – można się obecnie nierzadko spotkać z wypowiedziami przedstawicieli branży bankowej, którzy sugerują, że wzmocnienie bufora kapitałowego nastąpi (w wymiarze względnym) raczej poprzez odchudzenie bilansów banków, niż powiększenie kapitałów. Pozostaje jeszcze naturalnie opcja przeprowadzenia rekapitalizacji przez sektor publiczny, ale zarządy banków traktują ten wariant jako absolutne zło konieczne, gdyż wiązałoby się to ze zwiększoną kontrolą działalności banków przez polityków.

Kontrowersje otaczające rekapitalizację powiększa fakt, że debata na ten temat toczy się w kontekście nowych regulacji i wymogów nadzorczych, jakie wprowadzane są w następstwie kryzysu bankowego z lat 2008-09. Jak wiadomo, najważniejszą z tych regulacji jest pakiet tzw. Bazylei III, wypracowany przez Bazylejski Komitet Nadzorców Bankowych (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) i wdrażany w krajach Unii Europejskiej poprzez rozwiązania Dyrektywy CRD IV. Bazylea III radykalnie podnosi międzynarodowe standardy adekwatności kapitałowej, co z punktu widzenia ograniczenia ryzyka w działalności banków i z perspektywy doświadczeń kryzysu z lat 2008-09 jest krokiem całkowicie zrozumiałym. Różnice zdań dotyczą natomiast skali zwiększonego wymogu kapitałowego oraz jego konsekwencji dla banków i gospodarki światowej. Według różnych szacunków, Bazylea III efektywnie podniosła 2-3-krotnie wysokość wymogów dla podstawowego kapitału, co jest funkcją jednoczesnego zaostrzenia definicji kapitału regulacyjnego, podwyższenia wag ryzyka dla szeregu ekspozycji (aktywów) i podniesienia współczynników adekwatności kapitałowej.

Międzynarodowa branża bankowa, a w szczególności największe banki transnarodowe, które mają być objęte podwyższonymi wymogami kapitałowymi, demonstruje wyraźnie niechętny stosunek do Bazylei III. W debacie publicznej przedstawiciele branży posługują się głównie argumentem, że tak duży wzrost wymogów kapitałowych spowoduje znaczące podniesienie marginalnego kosztu funduszy dla banków (ponieważ koszt kapitału jest wyższy niż koszt zobowiązań dłużnych), co przełoży się na wyższy koszt kredytu, i w konsekwencji na spadek ekspansji kredytowej i spowolnienie wzrostu gospodarki światowej. Argumentacja ta jest podważana przez nadzorców, których analizy wskazują, że wspomniany efekt zostanie praktycznie całkowicie zrekomensowany przez dodatnie efekty makroekonomiczne zwiększonej stabilności finansowej. Obie strony publikują znacząco rozbieżne wyniki analiz na wspomniany temat i jak dotąd, pozostają przy swoim zdaniu.

Cała debata na temat Bazylei III toczy się przy założeniu, że proces wdrożenia jej rozwiązań będzie rozłożony w czasie na szereg lat - BCBS zaplanował pełne wdrożenie standardów kapitałowych i płynnościowych do roku 2019, co jak się pierwotnie wydawało, powinno dać bankom dość czasu na stopniowe zbudowanie bazy kapitałowej. Jednak obecne realia rynku kapitałowego narzuciły bankom inne reguły gry – kryzys zaufania na rynkach jest tak głęboki, że inwestorzy oczekują od banków, że osiągną bezpieczne bufony kapitałowe już w ciągu najbliższych 2-3 lat. Jednocześnie inwestorzy oczekują jednak, że banki osiągać będą odpowiedni zwrot na kapitale, definiowany jako co najmniej 12% (jest to szacowany koszt

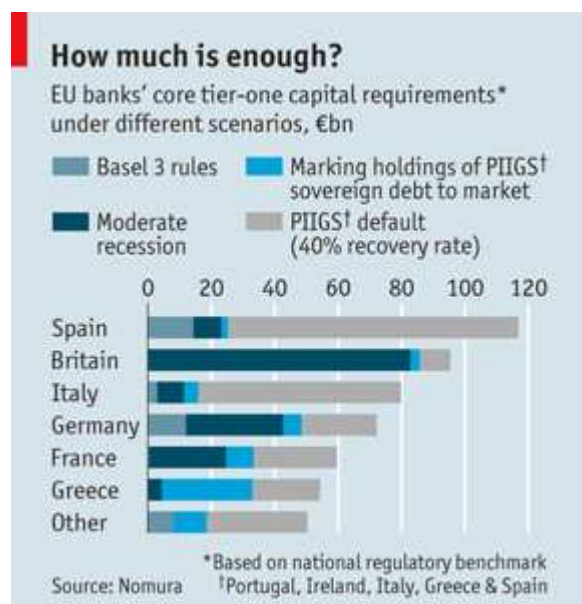
kapitału własnego dla banków). Kombinacja wysokich oczekiwań regulatorów co do współczynników kapitałowych i inwestorów odnośnie zwrotu na kapitale grozi w tej sytuacji, że banki sprostają tym oczekiwaniom głównie ograniczając akcję kredytową, co oczywiście byłoby efektem całkowicie sprzecznym z założeniami nadzorców bankowych.

Zamieszanie, jakie towarzyszy debacie o możliwej i potrzebnej kapitalizacji banków, zostało jeszcze bardziej skomplikowane przez kryzys zadłużenia publicznego w strefie euro. Tak naprawdę dyskusja toczy się obecnie nie tyle, czy nie tylko, na temat tego, czy banki będą w stanie zaabsorbować straty związane z ewentualną restrukturyzacją długu krajów peryferyjnych, ale czy zdołają jednocześnie pokryć te straty i wypełnić wymogi bazylejskie. W tej sytuacji nie można się dziwić, że podawane w dyskusji szacunki niezbędnych nowych kapitałów, jakich potrzebują banki w Europie, różnią się między sobą o ogromne kwoty – wszystko zależy od tego, jakiego scenariusza dotyczą i na jakich założeniach zostały oparte.

Wykres 7 daje pewne wyobrażenie o skali diskutowanych kwot i komplikacjach przy tworzeniu możliwych scenariuszy. Jak wynika z kalkulacji analityków Nomura Securities, samo spełnienie wymogów Bazylei III wymagałoby obecnie pozyskania przez banki z krajów UE ponad 100 mld EUR. Ale dodanie do tej kwoty założeń o umiarkowanej recesji w Europie oraz wycenie obligacji publicznych 5 krajów PIIGS według cen rynkowych podnosi nowy potrzebny kapitał do niespełna 300 mld EUR.

Wykres 7.

Szacunek nowego wymaganego kapitału podstawowego dla banków w UE przy różnych scenariuszach (mld EUR)



Źródło: analiza Nomura Securities. Cyt. za: The Economist, *Holey grail – How much capital do lenders need?*, October 1, 2011

2.4. Unijne instytucje nadzorcze a kryzys bankowy w strefie euro

Czynnikiem, który znacząco zwiększył nerwowość inwestorów w kwestii niezbędnej kapitalizacji banków europejskich w ostatnim okresie, było dwuznaczne podejście do problemu przez nadzorców bankowych UE. Podobnie jak w przypadku kryzysu długu publicznego, w sytuacji kryzysu bankowego unijne rozwiązania instytucjonalne okazały się całkowicie nieadekwatne w stosunku do potrzeb. Dla ścisłości trzeba podkreślić, że słabość rozwiązań nadzorczych UE w sporej mierze wiąże się z pozostawieniem istotnej roli w sprawach nadzoru bankowego instytucjom krajowym, przez co działania podejmowane przez organy unijne tracą na spójności i skuteczności. Pokazuje to wyraźnie porównanie podejścia do problemu dokapitalizowania banków przez Stany Zjednoczone i Unię.

Według dość powszechnej opinii, bardzo groźny kryzys finansowy, jaki wybuchł w Stanach Zjednoczonych we wrześniu 2008 roku w następstwie bankructwa Lehman Brothers, został zasadniczo opanowany na wiosnę 2009 roku, w dużej mierze w wyniku przeprowadzenia przez władze dwóch przedsięwzięć: programu kapitalizacji banków TARP (Troubled Asset Relief Program), finansowanego z budżetu i kierowanego przez Departament Skarbu, oraz stress testu dla 19 największych banków zrealizowanego przez System Rezerwy Federalnej (program SCAP, Supervisory Capital Assessment Program).

Z punktu widzenia uspokojenia nastrojów i odtworzenia zaufania do banków bardzo istotną rolę odegrał stress test SCAP, ze względu na wiarygodność metodologii i założeń, pełną informację o wynikach indywidualnych banków i, być może najważniejsze, generalną zgodność wyników z oczekiwaniami rynku. Co również bardzo istotne, w ślad za stress testem poszły konkretne działania, a więc banki z niewystarczającym kapitałem musiały go w krótkim terminie uzupełnić.

Pozytywne efekty amerykańskiego stress testu skłoniły władze UE do zastosowania tego samego narzędzia, ale sposób jego użycia i efekty okazały się zupełnie inne. Pierwszy stress test europejski przeprowadzono już w 2009 roku, ale nie odegrał on praktycznie żadnego znaczenia w zarządzaniu kryzysem, gdyż opublikowano tylko kilka zdawkowych, zbiorczych informacji. Dwa kolejne stress testy, z 2010 i 2011 roku, przyciągnęły już baczność uwagi rynków finansowych, gdyż miały miejsce w okresie rozwijającego się kryzysu długu publicznego, i zgodnie z oczekiwaniem rynków, miały dać odpowiedź na pytanie, na ile banki z Unii Europejskiej są w stanie wytrzymać skutki kryzysu. W obu przypadkach wyniki były jednak wielkim rozczarowaniem, gdyż całkowicie rozminęły się z szacunkami analityków rynku, a późniejsze wydarzenia w pełni potwierdziły, że to rynek miał rację. Zamiast uspokoić nastroje, niemiarodajność wyników oficjalnych stress testów pogłębiła w sumie ogólny kryzys zaufania.

Sposób podejścia do obu stress testów przez nadzorcę unijnego (w 2010 roku, Committee of European Banking Supervisors, CEBS, a w 2011 roku, European Banking Authority, EBA) odzwierciedlał wszystkie ograniczenia, jakie wynikały z jego ograniczonej roli jako „politycznie poprawnego” koordynatora przedsięwzięcia realizowanego przez nadzorców krajowych. Ogólne założenia przyjęte na szczeblu europejskim w zasadzie wykluczały, aby

stress test wykazał pełne ryzyko ponoszone przez banki. Podczas gdy analitycy rynkowi szacowali kapitały konieczne dla pokrycie strat z negatywnego scenariusza na dziesiątki lub nawet setki miliardów EUR, unijny stress test malował różowy obraz kryzysu: na ogólną próbę 91 banków w obu testach, w 2010 roku założonego poziomu kapitalizacji nie osiągnęło tylko 7 banków z łącznym niedoborem 3,5 mld EUR, a w 2011 odpowiednio 8 banków z niedoborem 2,5 mld EUR! Dobre wyniki osiągnęły banki, które wkrótce po stress testach praktycznie zbankrutowały: w 2010 roku Allied Irish Bank (otrzymał dokapitalizowanie od rządu), a w roku 2011 Dexia (głęboko zrestrukturyzowany przez rządy Francji i Belgii). W trzy miesiące po opublikowaniu wyników testu w 2011 roku, po „urealnieniu” warunków pakietu pomocowego dla Grecji, w ponownej kalkulacji potrzebnego kapitału EBA uzyskała już wynik na poziomie ponad 106 mld EUR.

Kończąc watek unijnych nadzorców bankowych, należy jeszcze dodać, że proces kształtowania pokryzysowych struktur i procesów regulacji systemu finansowego jest jeszcze daleki od zakończenia. Istotnym krokiem jest na pewno reorganizacja struktury instytucji nadzorczych zgodnie z rekomendacjami tzw. Raportu de Larosiere’a z 2009 roku i przekształcenie dotychczasowych komitetów o charakterze koordynacyjnym w organy nadzorcze o większych kompetencjach i odpowiedzialności (w sektorze bankowym przekształcono CEBS w EBA).

Natomiast proces tworzenia podstaw prawnych i instytucjonalnych dla zapobiegania kryzysom bankowym i zarządzania nimi, włączając w to zasady postępowania wobec banków zagrożonych upadłością, przeszedł wiosną 2011 roku etap konsultacji i ma zaowocować do końca br przedstawieniem przez Komisję Europejską propozycji aktu legislacyjnego. W tym kontekście jedną z bardziej kontrowersyjnych kwestii dla inwestorów jest wstępna propozycja wyposażenia unijnego regulatora w prawo do konwersji obligacji bankowych na akcje ratowanego banku i/lub dokonywania z obligacji odpisu na pokrycie strat banku.

3. Kryzys finansowy w sferze euro a polski sektor bankowy

Według klasycznych kryteriów i reguł analizy kryzysów finansowych, międzynarodowy kryzys finansowy z lat 2008-09 (w jego elementach europejskich) w zasadzie ominął polski sektor bankowy. W szczególności, jeśli za miernik siły kryzysu przyjąć skalę efektywnie udzielonej i wykorzystanej pomocy publicznej, niezbędnej dla zapewnienia normalnego funkcjonowania banków i stabilności całego sektora, można stwierdzić, że kryzysu w Polsce w ogóle nie było. Ściśle rzecz biorąc, polski parlament, rząd i bank centralny podjęły szereg kroków, mających na celu zapewnienie stabilności finansowej kraju (m.in. uchwalono ustawę o udzielaniu przez Skarb Państwa wsparcia instytucjom finansowym, przygotowano program gwarancji rządowych i program rekapitalizacji instytucji finansowych, NBP stabilizował rynek pieniężny i walutowy), ale w większości instrumenty te nie musiały być w ogóle użyte.

Można wskazać na kilka powodów dużej odporności polskiego sektora bankowego na globalny kryzys: dobrą sytuację gospodarczą Polski w momencie wybuchu kryzysu, silną pozycję kapitałową i finansową banków polskich wynikającą po części z ich tradycyjnego modelu biznesowego (brak koncentracji ryzyka wynikłych z zaangażowania w skomplikowane strukturyzowane instrumenty finansowe), wreszcie możliwość prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej i walutowej w ramach narodowego systemu monetarnego.

Niemniej, kategoryczny pogląd o zupełnym braku oddziaływań globalnego kryzysu finansowego na polski sektor bankowy byłby wyraźnie uproszczony. Przy bliższej analizie widać, że jakkolwiek w Polsce nie doszło do ostrych zaburzeń w funkcjonowaniu rynków finansowych czy zagrożenia upadkiem instytucji finansowych o znaczeniu systemowym, stopień integracji polskiego systemu bankowego z rynkiem europejskim czy globalnym jest już na tyle silny, że systemowe zaburzenia za granicą musiały wywrzeć wpływ na funkcjonowanie banków w Polsce.

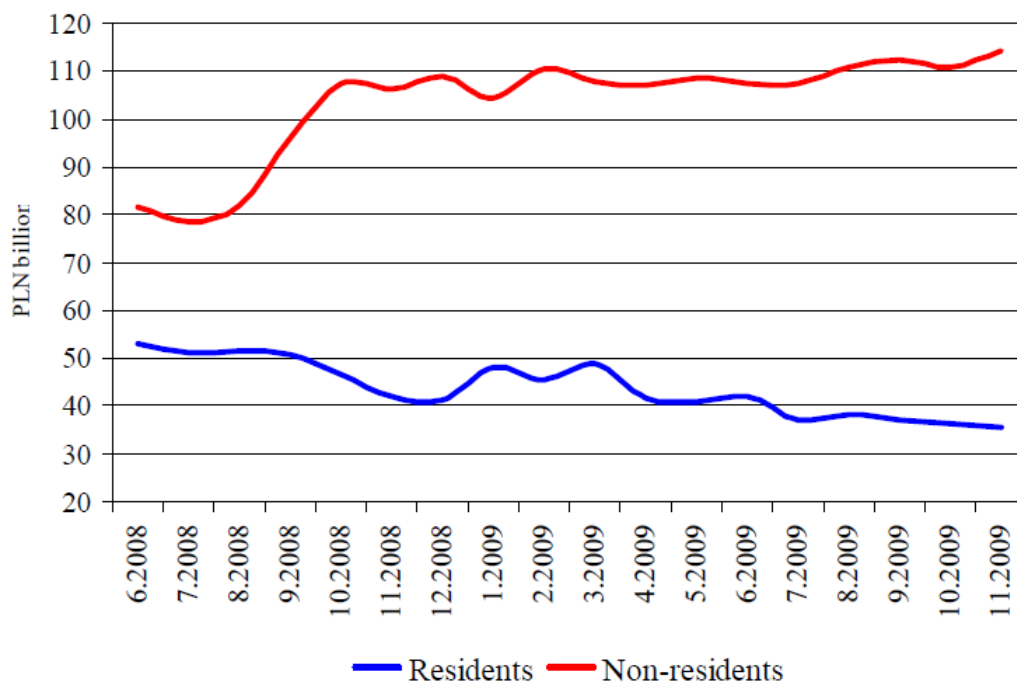
Jak się wydaje, można wskazać na przynajmniej trzy kanały oddziaływania sytuacji międzynarodowej na polski sektor bankowy:

- Sytuacja makroekonomiczna: o ile zaburzenia finansowe w sferze euro wywierają negatywny wpływ na realną gospodarkę w Europie, impulsy recesyjne przenoszą się również do Polski przez kanał handlu zagranicznego, inwestycji bezpośrednich itd. Spowolnienie wzrostu prowadzi z kolei do uruchomienia spadkowej fazy cyklu kredytowego: następuje zwiększenie ryzyka kredytowego, pogorszenie się jakości portfela kredytowego banków, zacieśnienia przez banki polityki kredytowej i spadek dynamiki akcji kredytowej. Dane o dynamice wzrostu kredytów w polskim sektorze bankowym potwierdzają, że taki proces w bankach polskich w latach 2008-09 rzeczywiście miał miejsce - nastąpił wyraźny spadek dynamiki wzrostu portfela kredytowego oraz spadek rentowności banków związany z cyklicznym wzrostem odpisów na rezerwy,

- Sposób finansowania działalności przez banki w Polsce: polski sektor bankowy wykazuje regularne zobowiązania netto wobec banków zagranicznych, wynikające głównie z finansowania ich działalności przez banki macierzyste, i stanowiące w sumie znaczący składnik źródeł funduszy dla polskiego sektora bankowego. W ten sposób banki w Polsce pośrednio otrzymują finansowanie, które w ostatecznym rozrachunku w znaczącej części pozyskiwane jest na globalnych rynkach pieniężnych i obligacyjnych w ramach zintegrowanego zarządzania aktywami i pasywami ich grup macierzystych. Zaburzenia mające miejsce na tych rynkach mogą zatem łatwo przenieść się na międzybankowy przepływ środków do Polski. Obawy co do tego, że globalny kryzys spowoduje poważne zablokowanie finansowania banków w Polsce ze strony ich instytucji właścicielskich były w latach 2008 i 2009 bardzo duże, jednak zupełnie się nie sprawdziły. Co więcej, w okresie największego natężenia kryzysu światowego, w końcu 2008 roku, banki zagraniczne zwiększyły swoje zaangażowanie w Polsce o blisko 40% (wzrost o 27,1 mld zł pomiędzy sierpniem i grudniem 2008 r.).

Wykres 8.

Zobowiązania polskiego sektora bankowego wobec krajowych i zagranicznych instytucji finansowych w okresie kryzysu (mld zł)



Źródło: W. Koziński, *The international banking crisis and domestic financial intermediation: the experience of Poland*, [w:] Bank for International Settlements, BIS Papers No 54, The global crisis and financial intermediation in emerging market economies, December 2010.

Utrzymanie stabilnego finansowania dla Polski i innych krajów regionu w okresie kryzysu stało się przedmiotem specyficznego pakietu pomocowego (Joint IFI Action Plan lub tzw. inicjatywa wiedeńska z 27 lutego 2009 r.), jaki zorganizowały 3 międzynarodowe instytucje finansowe – Bank Światowy, Europejski Bank Inwestycyjny i Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju – w ścisłej współpracy z europejskimi grupami bankowymi operującymi w Europie centralnej i wschodniej. Za pośrednictwem tych grup w ramach inicjatywy wiedeńskiej systemy bankowe regionu otrzymały w okresie obowiązywania programu (do końca 2010 r.) kwotę 28,6 mld EUR, z czego na Polskę przypadło 1,8 mld EUR. Wydaje się że inicjatywa wiedeńska, jakkolwiek niezbyt duża w sensie ilościowym, odegrała bardzo pozytywną rolę psychologiczną w uspokojeniu obaw kręgów finansowych związanych z ewentualnym „zarażeniem” Europy centralnej przez kryzys finansowy.

W zasadzie jedyną trwałą zmianą strukturalną w mechanizmach finansowania polskiego sektora bankowego, jaką spowodował kryzys finansowy z lat 2008-09, jest skurczenie się obrotów na rynku pożyczek międzybankowych i związany z tym spadek znaczenia tego instrumentu w pasywach polskich banków. Ważną przyczyną tego stanu rzeczy jest redukcja limitów transakcyjnych wprowadzona przez grupy macierzyste w okresie kryzysu.

- Struktura branży bankowej w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem struktury własnościowej: podobnie jak inne kraje w Europie centralnej i wschodniej, zagraniczne grupy finansowe kontrolują większość dużych banków działających w Polsce, stąd wydarzenia dotyczące grupy macierzyste (dokapitalizowanie przez rząd, program restrukturyzacyjny, wzrost kosztów lub utrata finansowania rynkowego) nieuchronnie choć drogą pośrednią

przenoszą się na ich polskie afiliacje. Takim efektem może być zmiana strategii biznesowej na rynku polskim, np. spowolnienie akcji kredytowej, restrukturyzacja działalności grupy w Polsce lub w ostateczności zmiana własnościowa.

Najbardziej spektakularnym przejawem oddziaływań kryzysu w Europie na strukturę polskiego sektora bankowego są niewątpliwie przejęcia czołowych banków, wynikające z restrukturyzacji lub zmian w strategii ich grup macierzystych. Jako przykłady transakcji tego typu można wskazać przejęcie BZ WBK przez grupę Santander od Allied Irish Bank, czy Polbanku przez grupę Raiffeisen od greckiego Eurobanku EFG, jak i zapowiadane sprzedaże Millennium Banku przez portugalski BCP i Kredyt Banku przez belgijską grupę KBC. W każdym z powyższych przypadków sprzedaż wynikała z wymuszonej przez kryzys restrukturyzacji grupy macierzystej.

Jak się wydaje, oddziaływania obecnej fazy kryzysu, z jej dominantą na kryzysie rynku długu publicznego w strefie euro, na polski sektor bankowy powinny co do zasady wyglądać podobnie, jak w pierwszej odsłonie kryzysu. Jeśli wykluczyć najgorsze scenariusze, jak np. panikę finansową na skalę zbliżoną do września 2008 r. czy rozpad strefy euro ze wszystkimi towarzyszącymi wstrząsami finansowymi, najbardziej prawdopodobnym potencjalnym zagrożeniem dla banków polskich jest głównie recesja gospodarcza w strefie euro i jej negatywne impulsy dla gospodarki polskiej.

Dużą niewiadomą pozostaje generalna pozycja finansowa i kapitałowa w najbliższych latach grup finansowych kontrolujących czołowe banki w Polsce (UniCredit, ING, BNP Paribas, Credit Agricole, Commerzbank), nie tylko w kontekście bieżących problemów z finansowaniem się na rynkach kapitałowych, ale też w związku z perspektywą kapitalizacji. Jeśli kryzys na rynku długu publicznego będzie nadal postępował i atakował kolejne kraje, należy się liczyć z bardzo dużymi stratami wspomnianych banków i koniecznością ich dokapitalizowania przez rządy lub fundusz unijny, o ile taki zostanie stworzony.

Problemy finansowe grup właścicielskich są oczywiście okolicznością potencjalnie negatywną z punktu widzenia ich polskich banków afiliowanych, gdyż oznacza, że te ostatnie mają zmniejszone szanse na ewentualne wsparcie kapitałowe czy finansowe konieczne dla ich rozwoju. Słabość grup macierzystych może w związku z tym odbić się np. na ratingu kredytowym banków polskich.

Natomiast w perspektywie bardziej długofalowej, przy założeniu że sytuacja gospodarcza i finansowa Polski pozostanie stabilna, problemy grup macierzystych oznaczają, że relatywna pozycja banków polskich w ramach grup międzynarodowych ulegnie wzmocnieniu. Tendencja ta może nawet prowadzić do zupełnego „usamodzielnienia się” polskich banków, oczywiście pod warunkiem że w ewentualnych przejęciach rolę nabywców spełnią inwestorzy polscy a nie inne grupy zagraniczne.

4. Sugerowane problemy do dyskusji w trakcie e-debaty

Niniejszy referat ma posłużyć jako głos otwierający dyskusję na temat kryzysu finansowego w strefie euro i jego możliwych konsekwencji dla europejskiego i polskiego sektora bankowego. Autor nie dążył do formułowania własnych ocen ani prognoz, ale skupił się na uporządkowaniu przedpola do dyskusji. W tym celu została też sformułowana lista kilku ważnych pytań czy też problemów do rozwiązania, jakie nasuwają się w związku z analizą kryzysu finansowego w strefie euro. Lista ta jest przedstawiona poniżej. Nie jest ona oczywiście zamknięta i ma charakter luźnej sugestii – nie ogranicza ona w niczym swobody ekspertów zaproszonych do e-debaty do podniesienia innych zagadnień.

(1) jaki jest najbardziej prawdopodobny długofalowy scenariusz dalszego rozwoju sytuacji w europejskim systemie finansowym – czy strefa euro przetrwa?

(2) jakie jest optymalne podejście do rozwiązania kryzysu, zważywszy na splot dwóch „bliźniaczych” kryzysów, bankowego i finansów publicznych? Czy należy szukać rozwiązań o charakterze całościowym, czy traktować oba kryzysy oddzielnie? Od którego z nich należałoby zacząć (w domyśle, który ma „pierwotny” charakter w stosunku do drugiego)?

(3) czy zakres odpowiedzialności banku centralnego strefy euro powinien zostać rozszerzony o zadanie wspierania stabilności makroekonomicznej, włączając tu stabilizację rynku długu publicznego?

(4) jeśli przyjąć założenie, że aby przetrwać, zarządzanie finansami publicznymi i nadzór bankowy w strefie euro muszą zostać radykalnie scentralizowane, jakie są granice centralizacji decyzji na szczeblu europejskim? Czy i ile suwerenności kraje strefy euro powinny oddać w obszarach finansów publicznych oraz regulacji banków w interesie zwiększenia stabilności ekonomicznej strefy euro?

(5) czy przystąpienie Polski do strefy euro powinno pozostać strategicznym celem polskiej polityki gospodarczej i zagranicznej? Jeśli tak, w jaki sposób Polska powinna przygotowywać się do wejścia do strefy euro (pomijając spełnienie formalnych kryteriów traktatowych) i jakie kryteria swojej ostatecznej decyzji przyjąć?

(6) czy Polska powinna aktywnie dążyć do „udomowienia” („spolonizowania”) banków działających w Polsce, przy zachowaniu unijnych reguł ochrony konkurencji i jednolitego rynku? Jeśli tak, w jaki sposób powinna być realizowana ta polityka?