

- Kaufman, G. G. And R.S. Kroszner (1997), *How Should Financial Institutions and Markets Be Structured? Options for Financial System Design* in Rojas-Suarez, L. (ed), *Safe and Sound Financial Systems. What Works for Latin America*, Inter-American Development Bank and Johns Hopkins University Press, Baltimore
- Lannoo, K. (1998), *From 1992 to EMU: The Implications for Prudential Supervision*, CEPS Research Report no 23
- Lastra, R. (1998), *Lender of Last Resort*, British Institute of International and Comparative Law Quarterly
- Mayes, D.G. (1998), *Improving Banking Supervision*, Bank of Finland Discussion Papers, Helsinki, 23/1998
- Mayes, D.G., and J. Vesala (1998), *On The Problems of Home Country Control*, Bank of Finland Discussion Papers, Helsinki 20/1998
- Möller, M. and N.C. Nielsen (1995), *Some Observation on The Nordic Bank Crisis: A Survey*, Institute of Finance Working Paper 1995-8, Copenhagen Business School, Copenhagen
- Petri, T. And B. Ely (1998), *A Way Out of Bad Banking*, The Financial Times, March 16
- Prati, A. and G. Schinasi (1998), *Will The European Central Bank Be The Lender of Last Resort in The EMU? Paper presented at SUERF-conference on The Euro – A Challenge and Opportunity for Financial Markets*, Frankfurt, Oct. 14–17, 1998
- Rajan, R.G. (1997), *The Past and Future of Commercial Banking Viewed from An Incomplete Contract Lens*, paper presented at a conference on Comparative Financial Systems, The Federal Reserve Bank of Cleveland, November
- Wihlborg, C. (1997), *The Role of Enabling and Mandatory Company Law for Financial System Efficiency*, Gothenburg Studies in Financial Economics

Przypisy

- ¹⁾ Wraz ze spadkiem cen nieruchomości banki zaczęły wymagać od pożyczkobiorców dodatkowych zabezpieczeń. Firmy, które ich nie dostarczyły, zostały wezwane do zwrotu kredytów.
- ²⁾ Rozdział amerykańskiego federalnego prawa upadłościowego traktujący o reorganizacji przedsiębiorstw.

Profesor, dr hab. Jan K. Solarz
FE i BB

STABILNOŚĆ SYSTEMÓW FINANSOWYCH A DEFLACJA

Przedmiotem niniejszej syntezy opracowania Instytutu Bankowości i Pieniądza Fundacji Edukacji i Badań Bankowych jest zjawisko deflacji. Prawdopodobieństwo wystąpienia deflacji w Polsce w dającej się przewidzieć perspektywie jest bardzo niskie. Jej negatywne następstwa dla sektora finansowego w globalnej gospodarce rynkowej są jednak bardzo duże. Stąd więc analogia pomiędzy zagrożeniami wynikającymi z energetyki jądrowej dla środowiska naturalnego a następstwami deflacji dla banków i innych instytucji finansowych. Mimo że prawdopodobieństwo awarii w elektrowniach atomowych jest bardzo małe, to jednak strach przed negatywnymi ich skutkami jest na tyle duży, że w wielu krajach wprowadza się zakaz korzystania z tych elektrowni. W innych zaś wprowadza się system monitorowania ryzyka tak małego, że wręcz statystycznie nie uchwytne, na tyle jednak brzemiennego w skutki, że mobilizującego przeciwko energii jądrowej całą opinię publiczną.

Deflacja należy do tej samej klasy zjawisk tyle, że w działalności finansowej. Jej przydatne do wczesnego ostrzeżenia zdefiniowanie rodzi poważne trudności. Możliwośćom przewyżczenia tych trudności zostanie poświęcony pierwszy punkt naszej analizy. Drugi przedstawi przesłanki teoretyczne i praktyczne zainteresowania zjawiskiem deflacji. Trzeci zaprezentuje przygotowania międzynarodowej społeczności finansistów na wyzwanie, jakie niesie z sobą deflacja. Szczególny nacisk zostanie położony na działania na rzecz nowej architektury systemu finansowego świata oraz zwiększenia praw bezpośredniego inwestora zagranicznego we władaniu korporacjami. Ostatnia część opracowania przedstawia wnioski wynikające z analizy dla krajowych instytucji finansowych. Zakończenie wskaże kierunki dalszych prac nad monitorowaniem zagrożenia wynikającego z deflacji.

CO TO JEST DEFLACJA?

Przełom wieku rodzi naturalne zapotrzebowanie na nadzwyczajne oznaki schyłku jednego i narodzin nowego porządku. W tym szczególnym momencie pilnie wypatruje się oznak zbliżającej się apokalipsy. Nic więc dziwnego, że groźba deflacji szybko znalazła się na ustach wszystkich. Liczba publikacji ze słowem deflacja wzrosła ponad 20-krotnie w tym dziesięcioleciu. W ostatnich

sześciu miesiącach w najważniejszych pismach ekonomicznych zamieszczono 438 artykułów z pojęciem deflacja. Jest to imponująca liczba w porównaniu z 36 w pierwszej połowie 1997 roku i 10 artykułami w pierwszej połowie 1990 roku. Deflacja łączy się w pamięci zbiorowej z Wielkim Kryzysem i jest przedstawiana jako największe, wręcz śmiertelne zagrożenie przez powszechnie szanowane pisma fachowe. Z drugiej strony w potocznym odczuciu brak jest lęku przed deflacją. Całe pokolenia żyjące w środowisku inflacji utożsamiają deflację z obniżeniem inflacji, a więc czymś wielce pozytywnym. Dlatego na wstępie należy podjąć próbę zdefiniowania wieloznacznego terminu deflacja, następnie wyznaczyć cienką linię odgradzającą dobrą deflację od złej, na koniec zaś odnieść całość rozważań do naszych krajowych realiów.

DEFINICJA DEFLACJI

Proponuję uznać deflację za proces realnego obniżania się cen, tak że indeks cen detalicznych ma wartość poniżej zera, przy występowaniu rekordowo wysokiej nadwyżki podaży nad popytem na rynkach surowcowych oraz towarowych. Definicja ta nie uwzględnia ruchu cen na rynku nieruchomości, a nie ulega wątpliwości, że gwałtowny spadek cen domów i ziemi wprost prowadzi do ostrego kryzysu bankowego¹⁾.

W wielu krajach ceny nieruchomości układają się w cykle, w których balon maksymalnego wzrostu cen pociąga za sobą, po przekłuciu, upadek banków, jak to było np. w Szwecji, Tajlandii, Japonii i Stanach Zjednoczonych. Samo zjawisko bąbli cenowych zaprzecza tezie o efektywności współczesnych rynków kapitałowych. Jest ono wywołane brakiem informacji o przyszłości, gdy wieloletnie nakłady na budowlę zaczynają zwracać poniesione na nie nakłady. Na trudność przewidywania sytuacji rynkowej w przyszłości nakłada się przekonanie, że obecne tendencje wzrostu cen nieruchomości utrzymają się przez wiele następujących lat.

Bezwzględny spadek Indeksu Cen Detalicznych i cen nieruchomości byłby lepszy do pomiaru deflacji niż tradycyjny koszyk produktów i usług, w którym występują obok siebie towary i usługi mogące być przedmiotem eksportu i takie, które są przedmiotem wyłącznie lokalnej konsumpcji.

Otwarte pozostaje pytanie, czy uzasadnione jest mówienie o deflacji na rynku hurtowym surowców i półproduktów lub o deflacji na jednym rynku, np. samochodowym? Analogicznie do pojęcia oczyszczonej z przypadkowych zaburzeń inflacji można mówić o deflacji jako **tendencji** ruchu cen, bez uznawania przypadkowych zmian cen za tego typu zjawisko.

Przy takim ujęciu deflacji okazuje się, że nie ma rozwiniętych krajów w których aktualnie występuje deflacja. O tendencjach deflacyjnych mówi się w stosunku do gospodarki Chin i Japonii. Jednak również w tym przypadku nie obserwuje się spirali deflacyjnej, prowadzącej do rozpadu systemu finansowego kraju. Samo pojawienie się oczekiwań deflacyjnych musi być uznane za sygnał wczesnego ostrzeżenia dla sektora bankowego. Deflacja jest bowiem wręcz zabój-

cza dla kredytodawców. Z jednej strony podnosi realne oprocentowanie depozytów (kto będzie chciał pożyczać bankowi pieniądze, jeśli nabierają one na sile nabywczej z dnia na dzień), z drugiej zaś deflacja powoduje spadek cen nieruchomości (rynek zabezpieczający akcje kredytową banku staje się częściowo lub całkowicie niepłynny). Banki muszą spisywać tak zabezpieczone kredyty w straty. Spadek cen wywołuje recesję i utratę zdolności kredytowej przez wypróbowanych klientów banków. Deflacja pojawia się wtedy, gdy zbyt mało kupujących ma do wyboru za dużą ilość dóbr do zakupu po spadających cenach. Nadprodukcja jest drugą stroną deflacji.

DEFLACJA DOBRA I ZŁA

Historycy gospodarczy dowodzą, że okresy deflacji są równie częste jak okresy inflacji. W XIX wieku ceny spadły o połowę pomiędzy rokiem 1812 i 1896. W XX wieku wartość dolara zwiększyła się pomiędzy rokiem 1920 a 1935 o 70%. Również sytuacja pracowników najemnych bywa w okresach deflacji lepsza niż w czasie występowania oczekiwań inflacyjnych. Wszystko to powoduje, że ocena deflacji musi być odnoszona do typu aktywów oraz charakterystyki ich właścicieli. Deflacja spędza sen z oczu bankierom centralnym, dla pracowników najemnych zaś wydaje się być okresem pomyślności. Jeśli nastąpi recesja, spadek cen na nieruchomości, to wielu inspektorów kredytowych straci swoją pracę. Ucieczką są wówczas inwestycje w obligacje skarbowe najzamożniejszych państw świata.

Tablica 1. Typy deflacji

Aspekt porównania	Dobra deflacja	Zła deflacja
Przykład kraju	Szwajcaria	Japonia, Chiny
Objawy	Brak finansowych zakłóceń Wzrost podaży w wyniku wzrostu wydajności pracy Obniżka cen netto w warunkach wysokiego poziomu produkcji	Częste przypadki bankructwa instytucji finansowych prowadzące do spadku popytu Występuje spirala deflacyjna, w trakcie której produkcja, dochody i konsumpcja negatywnie na siebie oddziałują i łączą obniżają ceny Obniżka netto cen w warunkach niskiego poziomu produkcji

Źródło: A. Gary Shilling, *Deflation*, Lakeview Publishing Company, Short Hills, New Jersey 1998, s. 237.

Deflacja dobra lub zła w kategoriach makroekonomicznych może być zła lub dobra dla poszczególnych podmiotów gospodarczych lub inwestorów. Oddzielenie dobrej deflacji od złej nie jest łatwe, gdy nieostre są granice pomiędzy dezinflacją,

tj. spadkiem inflacji, a deflacją, w której nie ma w ogóle mowy o wzroście cen. Równie trudno ustalić, co jest powodem spadku cen. Jeśli spadają ceny na rowery w Hongkongu, to konsumenci mogą się cieszyć, że Internet pozwolił im zaoszczędzić 6% na zakupie nowego roweru. Spadek cen w wyniku likwidacji zbędnych pośredników pozwala małemu dostawcy konkurować z supermarketem i nie tracić pracy. Dlatego konieczna jest duża posunięta ostrożność w ocenie, czy dany przejaw deflacji dotyczy jej dobrej czy złej formy.

Tablica 2. Przegrani i wygrani w czasach deflacji

Wygrani	Uzasadnienie	Przegrani	Uzasadnienie
Nowatorzy	Nowe produkty uzyskują premię za innowacyjność	Kapitałochłonne przemysły	Zwrot z kapitału spada
Integratorzy	Mogą zaabsorbować konieczność obniżki cen	Właściciele nieruchomości	Znika dźwignia finansowa czasów inflacji
Elastyczni wobec zmian cen	Potrąfią spadek cen zrekompensować wzrostem sprzedaży	Banki i instytucje finansowe	Kredyty rosną wolno Dochody się obniżają
Wirtualne korporacje	Małokapitałochłonne usługi		
Nowe oligopole	Mogą nie obniżyć cen		
Ubezpieczenia	Aprecjacja obligacji, składki zmniejszają się		

Źródło: Thomas Easton, *Deflation winners*, Forbes, November 16, 1998.

Deflacja zmienia warunki działania podmiotów gospodarczych tak, że nawet dobra deflacja może być zabójcza dla instytucji pośrednictwa finansowego. Instytucje kredytowe muszą bardzo elastycznie dostosowywać swoje strategie

Tablica 3. Wpływ otoczenia tendencji do inflacji lub deflacji na zwrot inwestycji w akcje

Wysoka deflacja Niesprzyjające inwestycjom udziałowym	-----	Umiarkowana deflacja	Dobre	Umiarkowana inflacja	-----	Wysoka inflacja Zła dla inwestycji
--	-------	----------------------	-------	----------------------	-------	---------------------------------------

Źródło: Robert L. Kerns, *Why Deflation is Bad for Share Prices*, Canadian Shareowner, April 1998.

inwestowania do sytuacji w ich otoczeniu. Deflacja i inflacja mają odmienny wpływ na gotówkę i aktywa mniej płynne. Deflacja podnosi wartość gotówki, inflacja zaś prowadzi do korozji jej wartości. Odwrotnie jest z mniej płynnymi aktywami.

W przypadku deflacji i inflacji umiar wydaje się być zaletą. Wszelkie skrajne pozycje są szkodliwe dla gospodarki i jej równowagi. Relatywizm ocen deflacji prowadzi do pytania, czy deflacją można się zarazić na podobieństwo inflacji? Czy oczekiwania deflacyjne są wynikiem doświadczeń z przeszłości, czy mogą powstać bez tego typu przeżyć? Jak obniżyć oczekiwania deflacyjne, jeśli chęć zapewnienia bezpieczeństwa prowadzi do akceptacji zerowego oprocentowania depozytów, jak się to dzieje współcześnie w Japonii?

GENEZA DEFLACJI

Deflacja nie jest ani nowym, ani tak rzadkim zjawiskiem, jak wiele osób sądzi. Spadek ogólnego indeksu cen produktów i usług stanowi normalną fazę długich cykli wzrostu Nikołaja Kondratieffa. Rosyjski ekonomista, po szczegółowej analizie płac, stóp procentowych i handlu zagranicznego, cen hurtowych i produkcji węgla i stali w latach 1780–1920, doszedł do wniosku, że w gospodarce rynkowej obowiązują długie cykle rozwoju po 25 lat każdy. W fazie wzrostu wywołanej przez innowacje technologiczne występuje rozwój połączony z inflacją. W fazie zastoju następuje spowolnienie wzrostu gospodarczego i pojawia się deflacja będąca następstwem spadku popytu i nadmiernego rozbudowania mocy wytwórczych.

Teoria deflacji wyróżnia pięć przesłanek jej wystąpienia:

- ❖ niski popyt,
- ❖ pułapka płynności,
- ❖ wyższa stopa oszczędzania niż możliwości efektywnego inwestowania,
- ❖ nadmiernie rozbudowane moce produkcyjne,
- ❖ skokowy wzrost wydajności pracy.

Niski popyt bywa rekompensowany deficytem budżetowym i długiem publicznym. Nie wpływa on na skłonność do oszczędzania gospodarstw domowych oraz nie poprawia równowagi makroekonomicznej. Rozchwianie rynków finansowych prowadzi do trudności z utrzymaniem płynności obsługi długu publicznego. Są one pogłębiane przez obniżanie krańcowej efektywności inwestowania w warunkach nadmiernego rozbudowania mocy produkcyjnych w wybranych przemysłach. Jedynie wzrost wydajności pracy wywołany innowacjami technologicznymi może być uznany za symptom dobrej deflacji. Pozostałe przesłanki popytowe i podażowe deflacji prowadzą do jej złej formy.

STUDIA PRZYPADKÓW DOBREJ I ZŁEJ DEFLACJI

Klasycznym przypadkiem złej deflacji był **Wielki Kryzys**. W literaturze przedmiotu można znaleźć wiele jego wyjaśnień:

- ❖ spadek konsumpcji wywołał załamanie giełdy w 1929 roku;
- ❖ spadek stopy inwestycji wywołał kryzys;
- ❖ błędna polityka pieniężna banku centralnego, polegająca na ograniczeniu kredytu dla gospodarki i błędna polityka podatkowa rządu federalnego załamała rynki finansowe. Obie były restrykcyjne, zamiast być ekspansywne;
- ❖ upadek małych banków lokalnych wywołał panikę rynkową;
- ❖ blisko 20% realne stopy procentowe kredytów zahamowały restrukturyzację gospodarki²⁾.

Wzorcowym przykładem „pułapki płynności” jest współczesna **Japonia**³⁾. W tej gospodarce zagregowany popyt nie był w stanie wyciągnąć kraju z deflacji. Pułapka polega na tym, że ceny spadają i spada PKB.

Chiny i Japonia są przykładem deflacji wywołanej przez nadmierną skłonność do oszczędzania. Jest ona na tyle rosnąca, że w Chinach rozważa się wprowadzenie podatku od depozytów bankowych gospodarstw domowych. Nadmierne oszczędzanie odnoszone jest do skali i tempa przygotowania efektywnych inwestycji. Mechanizm tego procesu uruchamia oczekiwanie, że w przyszłości realne dochody gospodarstw domowych będą niższe niż są obecnie lub że ceny będą spadały w przyszłości jeszcze szybciej niż obecnie, a dochody realne kredytobiorców utrzymają się na niezmiennym poziomie. Z tych oczekiwań przyszłych dochodów łatwo odczytać, że dotyczy to ludzi starszych, nieaktywnych zawodowo. Deflacja stanowi więc zniekształcone odbicie przemian demograficznych w społeczeństwach państw o zaawansowanej gospodarce rynkowej i gospodarce elektronicznej. W Chinach dodatkowym czynnikiem jest nadmierna rozbudowa mocy wytwórczych przy niedorozwoju kredytu konsumpcyjnego.

Kraje Azji Południowo-Wschodniej stanowią dobry przykład presji na deflację pobudzonej przez nadmiernie rozbudowane moce produkcyjne. Jest to sytuacja korzystna dla konsumenta tych dóbr (np. układów elektronicznych), staje się jednak groźna, gdy nadprodukcja przybiera światowy charakter. Trudno jednoznacznie przesądzić, czy wykazywane w statystykach nadwyżki podaży nad popytem mają jednak trwały charakter.

Wzrost wydajności pracy jest pozytywnym zjawiskiem. Jego podstawowym źródłem jest rewolucja w technologii informatycznej i telekomunikacyjnej. Współcześnie narodziny deflacji wiąże się z powstaniem elektronicznej gospodarki wymuszającej obniżkę kosztów i cen produktów, zarówno urządzeń elektronicznych, jak i oprogramowania komputerowego. Dzięki technologii informatycznej klienci poznają strukturę cen na rynku i poszukują ceny maksymalizującej ich wartość dodaną.

Uogólniając doświadczenia krajów o tendencjach deflacyjnych, można wyróżnić następujące czynniki zwiększające presję deflacyjną:

Zwiększenie wydajności pracy, które może przybrać dwie formy

- ❖ W wyniku realizacji innowacji technologicznych; podaż tych innowacji podlega cyklicznym wahaniom.
- ❖ W wyniku restrukturyzacji przedsiębiorstw; podaż usprawnień zależy bezpośrednio od presji konkurencyjnej i charakteryzuje się luką czasową wobec ujawnienia się popytu na efekty restrukturyzacji.

Oslabienie pozycji przetargowej wytwórców w wyniku

- ❖ Globalizacji gospodarki rozumianej jako możliwość zawierania kontraktu z każdym, w każdej walucie, w każdym miejscu i czasie.
- ❖ Handlu elektronicznego transgranicznego i wewnątrz krajowego za pośrednictwem sieci komputerowych, bez obecności handlowej u usługobiorcy.
- ❖ Deregulacji polegającej na wycofaniu państwa ze sfery finansów, unikaniu praktyk protekcyjnych oraz subwencjonowania usług finansowych.
- ❖ Liberalizacji przepływów kapitałowych, zezwalającej na swobodny eksport i import oszczędności krajowych.

Oslabienie pozycji przetargowej pracowników najemnych i ich związków zawodowych

- ❖ Gospodarka elektroniczna likwiduje warstwę średnią, zmniejszając popyt na pośrednictwo w usługach i wytwarzaniu.

Nadmierna rozbudowa mocy wytwórczych w nowo uprzemysławianych krajach Azji Południowo-Wschodniej

- ❖ Eksport rewolucji przemysłowej z Zachodu na Wschód, przemieszczanie zakładów wytwórczych w poszukiwaniu taniej siły roboczej powodują nadprodukcję towarów znajdujących się w końcowych stadiach międzynarodowego cyklu produktu.
- ❖ Nadmierna rozbudowa mocy wytwórczych w krajach eksporterach powoduje przenoszenie deflacji ze Wschodu na Zachód, jaskrawym przykładem tej tendencji jest produkcja półprzewodników.

Dyfuzja doktryn liberalnych prowadząca do homogenizacji polityki gospodarczej oraz standaryzacji jej instrumentów

- ❖ Zakończenie zimnej wojny.
- ❖ Uczynienie z dyscypliny finansowej głównego elementu doktryny ekonomicznej w Stanach Zjednoczonych oraz w Unii Europejskiej (Traktat z Amsterdamu).

Podporządkowanie funkcjonowania banków centralnych doktrynie walki z inflacją

Wkroczenie wyżu demograficznego w fazę ograniczania konsumpcji⁴⁾

Wymienione tytułem przykładu czynniki pobudzające tendencje deflacyjne w gospodarce światowej powodują, że deflacja ma charakter uniwersalny i wymaga równie powszechnej i skoordynowanej odpowiedzi na to wyzwanie.

JAK ŚWIATOWY SYSTEM FINANSOWY ODPOWIADA NA WYZWANIE DEFLACJI?

Problem deflacji został podjęty w wyniku analiz kryzysów finansowych w Azji Południowo-Wschodniej. Znalazł się on obok takich zagadnień, jak:

- ❖ promowanie przejrzystości i zrównoważonego rozwoju, czemu służyć ma rozpowszechnianie wzorców dobrej praktyki np. w dziedzinie władania korporacyjnego;
- ❖ wzmacnianie systemów finansowych, w tym poprzez lepszy nadzór nad rynkami finansowymi i stosowanie odpowiednich mechanizmów zarządzania;
- ❖ przywiązywanie większej uwagi do kwestii odpowiedniej liberalizacji rynków kapitałowych;
- ❖ zwiększenie udziału sektora prywatnego w działaniach na rzecz zapobiegania i rozwiązywania kryzysów finansowych;
- ❖ zapewnienie odpowiednich reżimów kursów walutowych;
- ❖ zapewnienie dostatecznego poziomu zasobów finansowych MFW⁵⁾.

Przyspieszenie przepływu kapitałów i informacji finansowych wywołane globalizacją i liberalizacją rynków oraz narastanie zaburzeń w funkcjonowaniu krajowych i międzynarodowych systemów finansowych rodzą konieczność ciągłej obserwacji stanu równowagi w sektorze finansowym. W wyniku inicjatywy G-7 powołano The Financial Stability Forum, któremu przewodniczy prezes BIS. W kwietniu 1999 roku powołano grupy robocze Forum poświęcone funduszom inwestycyjnym wysokiego lewarowania, przepływowi kapitału, eksterytorialnym centrom finansowym.

Monitorowaniem równowagi w światowym systemie finansowym zajmują się Międzynarodowy Fundusz Walutowy, grupa Banku Światowego oraz Instytut Stabilności Systemu Finansowego Banku Rozrachunków Międzynarodowych. Wysiłki MFW i Banku Światowego przybrały formę Programu Oceny Sektora Finansowego (Financial Sector Assessment Program). Jednym z celów tego programu jest dostarczenie władzom krajowym ogólnych ram do oceny siły ich systemu finansowego. Na raport POSF składa się:

- ❖ charakterystyka makroekonomicznego otoczenia analizowanego systemu finansowego,
- ❖ charakterystyka portfela inwestycyjnego instytucji finansowych i poziomu ich rentowności oraz marż i inwestycji w nieruchomości,
- ❖ stan zaawansowania monitorowania systemu finansowego przez KNB, BFG, agencje ratingowe i pozostałych analityków,
- ❖ perspektywy rozwoju sfery realnej gospodarki wraz z oceną prawdopodobieństwa wystąpienia bąbli cenowych,

- ❖ testy wrażliwości sektora finansowego na różnego rodzaju scenariusze rozwoju gospodarki, w tym załamanie kursu waluty krajowej oraz ogólnego indeksu cen,
- ❖ zakres niezbędnych zmian polityki pieniężnej i podatkowej,
- ❖ segmentacja rynków finansowych pieniężnych i walutowych,
- ❖ segmentacja rynku kapitałowego,
- ❖ segmentacja rynku kredytowego, ze szczególnym uwzględnieniem kredytowania małych i średnich przedsiębiorstw,
- ❖ przejrzystość rynków finansowych i profesjonalizm agencji ratingowych,
- ❖ płynność rynków finansowych,
- ❖ instrumenty wykorzystywane przez bank centralny do prowadzenia polityki pieniężnej,
- ❖ interwencje banku centralnego na rynku walutowym i zarządzanie rezerwami dewizowymi kraju,
- ❖ tendencje rozwojowe i aktualny stan systemu rozliczeń międzybankowych i detalicznych,
- ❖ zasady funkcjonowania systemów rozliczeniowo-rozrachunkowych,
- ❖ stan zaawansowania zarządzania ryzykiem,
- ❖ podstawowe regulacje prawne,
- ❖ wypełnianie zaleceń BIS w sprawie nadzoru bankowego,
- ❖ regulacje rynków kapitałowych i ubezpieczeniowych,
- ❖ przestrzeganie zasad przejrzystości funkcjonowania sektora finansowego,
- ❖ stan i tendencje rozwojowe systemów wczesnego ostrzegania, inspekcji terenowych, audytu zewnętrznego,
- ❖ stan przestrzegania międzynarodowych standardów księgowych i sprawozdań finansowych,
- ❖ stan nadzoru korporacyjnego oraz egzekucji prawa, ze szczególnym uwzględnieniem zabezpieczeń kredytów i innych usług finansowych,
- ❖ stan zarządzania kryzysowego w sektorze,
- ❖ procedury upadłościowe i likwidacyjne wobec instytucji finansowych (kredytowych, inwestycyjnych, ubezpieczeniowych, leasingowych, NFI, funduszy emerytalnych, pieniężnych i powierniczych),
- ❖ system gwarancji depozytowych i inwestycyjnych,
- ❖ upadłość przedsiębiorstw i ich restrukturyzacja,
- ❖ praktyka władania korporacyjnego,
- ❖ zasady równania do najlepszych i ważniejsze odstępstwa od nich,
- ❖ propozycje reform systemu finansowego,
- ❖ propozycje sekwencji działań wobec sektora finansowego,
- ❖ potrzeby pomocy dla realizacji programów reform sektora finansowego.

Monitorowanie stabilności systemu finansowego stanowi zarazem system wczesnego ostrzeżenia przed tendencjami deflacyjnymi w gospodarkach na pierwszy rzut oka bardzo od nich dalekich. Taką gospodarką charakteryzują się Stany Zjednoczone. Występuje w niej szczególnie wysoki poziom deficytu publicznego

w stosunku do PKB. Jest on wykorzystywany do nadmiernej konsumpcji i przeinwestowania w niektórych przemyśłach. Obie te tendencje występują w warunkach wielowalutowego systemu międzynarodowych finansów. W wyniku rozchwiania międzynarodowych rynków finansowych amerykańskie władze monetarne są zmuszone do płacenia inwestorom zagranicznym wysokiej premii za ryzyko, które jest wysokie w warunkach deflacji w niektórych państwach i na wybranych rynkach. Spadek notowań akcji na giełdzie nowojorskiej może ujawnić silniejsze niż się to przyznaje tendencje deflacyjne w gospodarce światowej.

DEFLACJA A STABILNOŚĆ KRAJOWEGO SYSTEMU FINANSOWEGO

Szczególnie emocjonalny stosunek do deflacji u większości decydentów powoduje, że nerwowość sfer finansowych zaczyna się udzielać szerokim rzeszom uczestników rynków kapitałowych i pieniężnych. Z doświadczenia dekady transformacji wiemy, jak niebezpieczna jest niepewność na rynkach finansowych. Od niej tylko mały krok do paniki inwestorów zagranicznych.

Nerwowe reakcje na pojawienie się zagrożenia deflacją powoduje złożoność tego zjawiska, współwystępowanie wielu czynników jednocześnie oraz różne formy deflacji. Jedne z nich, takie jak obniżka cen surowców i towarów masowych ułatwiają obniżkę poziomu inflacji w Europie Środkowej, ale są barierą dla małego przetworzonego eksportu z naszego regionu. Stanowią zagrożenie dla utrzymania tempa wzrostu gospodarczego.

Nie bez znaczenia jest efekt opóźnienia występujący w przypadku przechodzenia od środowiska inflacyjnego do deflacji. W zaawansowanych gospodarkach rynkowych przejście to dokonało się w ciągu 15 lat. Czy jednak w wyniku globalizacji rynków finansowych nie nastąpi jego przyspieszenie na rynkach wschodzących?

Splot pozytywnych i negatywnych następstw deflacji dla takich państwa jak Polska powoduje, że deflacja nie jest w nich powszechnie postrzegana jako istotne zagrożenie. Część sceptycyzmu wobec zagrożenia deflacją wynika z niedorozwoju długoterminowych instrumentów finansowych. W tych warunkach oczekiwania inflacyjne nie są jawnie formułowane i dlatego trudno jest empirycznie potwierdzić lub odrzucić występowanie w gospodarce tendencji do deflacji. Rezerwa w podejściu do deflacji wynika również z doświadczeń okresu transformacji ustrojowej. W jej trakcie raz po raz wracano do sprawy statystycznie niewykorzystanych mocy produkcyjnych. Jedni mówili, że jest to marnotrawiony dorobek poprzednich inwestycji. Inni wskazywali, że są to moce nikomu niepotrzebne. W praktyce okazało się, że część tego nadmiaru mocy wytwórczych ma w okresie transformacji iluzoryczny charakter. W nowych warunkach ustrojowych zmieniły się preferencje konsumentów i niewykorzystane moce produkcyjne okazały się mitem, a nie rzeczywistą kategorią analizy makroekonomicznej, związaną z trwałym zanikiem popytu na towary gorszej jakości. Nie rozstrzygając co jest przyczyną, a co następstwem deflacji, warto zwrócić uwagę na niewykorzystane moce produkcyjne jako zjawisko z nią silnie skorelowane.

W perspektywie członkostwa Polski w Unii Europejskiej, konieczności sprzeczności konkurencji na wewnętrznym rynku UE dostrzegamy, że deflacji na rynków produktów często towarzyszy wzrost cen usług, w tym również finansowych. Dlatego trudno jednoznacznie odpowiedzieć na pytanie o dużym znaczeniu teoretycznym i praktycznym: czy deflacja to szok symetryczny, czy szok asymetryczny dla gospodarki w okresie transformacji? W zależności od tego, jak zostanie ona zdefiniowana należy dobrać odmienny zestaw lekarstw do jej przezwyciężenia.

Aplikacja Polski do Unii Europejskiej niesie to niebezpieczeństwo, że jej regulacje są nastawione na walkę z inflacją. Cel polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego mówi co prawda o stabilizacji cen rozumianej jako **wzrost** Indeksu Cen Detalicznych w przedziale od 0 do 2%, a więc definiuje deflację, jako stan niepożądany, to jednak nadal zagrożenie inflacją jest traktowane w UE jako poważniejsze niż zagrożenie deflacją. Trudno się z tym pogodzić bez głębszej dyskusji. Co prawda zagrożenie deflacją jest mniej prawdopodobne niż inflacją dla europejskiego obszaru gospodarczego, niemniej negatywne następstwa tendencji gospodarki eurosystemu do spadku poniżej zera ogólnego indeksu cen detalicznych są na tyle poważne, że jest to zagrożenie równoważne tendencjom inflacyjnym.

Najwięcej obaw banku centralnego rodzi negatywny wpływ deflacji na jakość portfela kredytowego banków. Z uwagą i niepokojem śledzi się tendencję do pogorszenia rentowności krajowych banków. Z analiz zaburzeń rynków finansowych w Azji Południowo-Wschodniej wiadomo, że deflacja grozi bezpośrednio kryzysem sektora bankowego. Jego wzmocnienie jest konieczne w perspektywie upowszechnienia się konkurencji kosztowej. Dotychczas banki zagraniczne działające w Polsce zadawały się poziomem uzyskiwanych marż odsetkowych i intensywnie inwestowały w rozwój sieci placówek, technologię informatyczną oraz akumulowały kapitał. Deflacja wymusi zmianę strategii i pobudzi bezpośrednią konkurencję kosztową w sektorze bankowym. Konfrontacja w zakresie wydajności pracy może się okazać zabójcza dla wielu krajowych banków.

Zjawisko deflacji jest więc bardzo dużym wyzwaniem dla sektora bankowego krajów aspirujących do członkostwa w Unii Europejskiej. W dłuższej perspektywie pozostawanie w strefie euro oraz dostęp do wielkiego rynku wewnętrznego powinien załagodzić negatywne następstwa deflacji w skali globalnej, w szczególności te bezpośrednie. W krótszej perspektywie negatywne następstwa deflacji wyrażają się we wtórnych efektach wywołanych zmianami zachowań graczy globalnych na rynkach wschodzących.

Deflacja budzi przerażenie, ponieważ nie była znana wielu pokoleniom bankowców. Brak odpowiedniej na czasy deflacji oferty produktowej oraz instrumentów polityki pieniężnej dostosowanych do nowych realiów globalnych. Pilną sprawą jest zaproponowanie rozwiązania instytucjonalnego pożyczkodawcy ostatniej instancji w skali globalnej oraz doprecyzowanie podziału zadań między Europejski Bank Centralny i narodowe banki centralne w pełnieniu tej funkcji. Sztuka zarządzania płynnością będzie w coraz wyższej cenie.

Bez orzekania, czy mamy już do czynienia z deflacją czy też jedynie z groźbą jej wystąpienia, warto przypomnieć wkład przedstawicieli naszego kraju w prace G-22 nad nową architekturą systemów finansowych. Wydaje się bowiem, że dojrzała infrastruktura instytucjonalna osłabia siłę szoków asymetrycznych, w tym również związanych z deflacją.

Innym wkładem państw transformujących gospodarkę jest troska o utrzymanie tendencji rozwojowych w gospodarce. Zrównoważony i szybki wzrost gospodarczy jest możliwy w warunkach wystarczającego popytu wewnętrznego oraz odpowiedniej stopy oszczędności krajowych. Jeśli zdrowym fundamentem makroekonomicznym towarzyszy właściwa polityka kursowa, to można z nadzieją patrzeć w przyszłość.

Deflacja jest trudnym wyzwaniem dla całej międzynarodowej społeczności bankowej. Wymaga chłodnej głowy i dobrego rozpoznania zagrożeń. Nadchodzą ciężkie czasy, ale nie ma apokalipsy. Musimy się nauczyć żyć z realnym zagrożeniem deflacją. Będzie to tym bardziej skuteczne, im lepiej rozpoznamy istotę tego zjawiska.

WNIOSKI DLA KRAJOWEGO SEKTORA FINANSOWEGO

Próby oddzielenia dobrych i złych stron innowacji finansowych zrodzonych przez rewolucję w technologii informatycznej są skazane na niepowodzenie, podobnie jak przesądzenie z góry o dobrym i złym charakterze deflacji. Nie powinno być bowiem zaskoczeniem dla nikogo, że globalizacja i przekształcanie gospodarki świata w jedną globalną wioskę ma obok znanych pozytywnych stron również nie mniejsze negatywne aspekty. Deflacja jest jednym z nich.

Wzrost inflacji i analfabetyzm komputerowy znacznej części ludności kraju wydają się być skuteczną zaporą przed dyfuzją przez Internet tendencji deflacyjnych do naszej gospodarki. W rzeczywistości dostępność komputerów dla gospodarstw domowych w Polsce przekracza najśmielsze oczekiwania. Nie jest przy tym istotne, że jest to dotychczas gra komputerowa a nie gotowość do korzystania z usług bankowości elektronicznej. Dołączenie do zestawu komputerowego modemu to kwestia przekonania o korzyściach gospodarki elektronicznej i zaufania do jej systemu rozliczeniowego.

Wcześniej, a nie później może się okazać, że opóźnienie technologiczne spowodowało w Polsce, że transgraniczne świadczenie usług finansowych bez obecności handlowej jest tańsze i bardziej niezawodne niż próby dotarcia do najbliższej, pozbawionej kolejek placówki bankowej. Nie należy zatem ulegać fałszywemu wrażeniu, że gospodarka elektroniczna oraz deflacja to opowieści o żelaznym wilku, który nigdy nie pojawi się w naszym kraju.

Demonopolizacja telekomunikacji spowoduje, że koszty dostępu do cyberrynku usług finansowych będą wielokrotnie niższe niż korzystanie z usług niewirtualnego bankowca. Wówczas może nastąpić bardzo znaczne przyspieszenie tempa dyfuzji produktów bankowości elektronicznej i mechanizmów gospodarki elektronicznej. W jej dodatniej formie jest to nowa gospodarka amerykańska

tworząca nowe miejsca pracy bez presji inflacyjnej. W jej negatywnej postaci jest to gospodarka chińska dotknięta spiralą deflacji.

Dziś trudno przewidzieć, jaką postać przybierze gospodarka elektroniczna w Polsce. Warto jednak monitorować funkcjonowanie pieniądza elektronicznego w naszej gospodarce oraz rozwój transgranicznego świadczenia usług finansowych. Stabilność finansowa kraju to nie tylko zagwarantowanie depozytów bankowych, ale również ochrona kont inwestycyjnych amatorów i interesów mniejszościowych inwestorów. Stabilność finansowa to również znalezienie właściwej odpowiedzi na wyzwanie, jakie z sobą niesie deflacja.

Jan K. Solarz

Przypisy

- ¹⁾ *Real Estate Booms and Banking Busts. An International Perspective*, Group of Thirty, Summer 1999.
- ²⁾ Tuomas Komulainen, *Deflation – theory, recent experience and some lessons*, Bank of Finland, 1999.
- ³⁾ Krugman, *Japan's Trap?* web.mit.edu/krugman
- ⁴⁾ Frank J. Jones, *An Economic Outlook and the Insurance Industry*, „Journal of Financial Service Professionals”, March 1999, s. 42–51.
- ⁵⁾ H. Bilski, *Nowa międzynarodowa architektura finansowa*, Materiały i studia DAB NBP, Warszawa 1999.