



euro w  
**POLSCE**

BIURO PEŁNOMOCNIKA RZĄDU  
DS. WPROWADZENIA EURO  
PRZEZ RZECZPOSPOLITĄ POLSKĄ

Nr 13/2011  
listopad 2011

# €UROOPRACOWANIA



**Zespół Roboczy ds. Makroekonomicznych  
Urząd Komisji Nadzoru Finansowego**

**ŹRÓDŁA NARASTANIA AKCJI KREDYTOWEJ  
W WARUNKACH INTEGRACJI WALUTOWEJ**

**PRZYCZYNY BOOMÓW KREDYTOWYCH  
W IRLANDII, HISZPANII I PORTUGALII**

## **Materiał Zespołu Roboczego do spraw Makroekonomicznych**

*przygotowany przez Departament Analiz Rynkowych Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego*

*Kierujący projektem: Robert Woreta*

*Pozostali autorzy: Radosław Sankowski, Przemysław Sepielak*

© Komisja Nadzoru Finansowego  
Pl. Powstańców Warszawy 1  
00-950 Warszawa  
[www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)

Warszawa, wrzesień 2010

## GŁÓWNE TEZY:

- Zmiana warunków makroekonomicznych związana z przystąpieniem do strefy euro może sprzyjać narastaniu niezrównoważonych procesów gospodarczych, zwłaszcza związanych z ekspansją kredytową. Doświadczenia Irlandii, Hiszpanii i Portugalii wskazują, że takie procesy („boomy kredytowe”) mogą mieć znaczącą siłę i prowadzić do zaburzeń równowagi gospodarczej, a w konsekwencji do osłabienia pozycji konkurencyjnej kraju. Optymalna polityka makroekonomiczna powinna z wyprzedzeniem przeciwdziałać potencjalnym zagrożeniom, tym bardziej, że zjawiska sprzyjające nadmiernemu wzrostowi akcji kredytowej są ściśle związane z procesem konwergencji i mogą wystąpić jeszcze przed przyjęciem wspólnej waluty.
- Analiza procesów dostosowawczych, które miały miejsce w Irlandii, Hiszpanii i Portugalii w okresie przed i po przyjęciu euro prowadzi do następujących spostrzeżeń:
  1. Epizody niezrównoważonego przyrostu wolumenu kredytów w tych krajach, związane z procesem integracji ze strefą euro, miały podobny charakter i przebieg.
  2. Do narastania boomów kredytowych w warunkach integracji walutowej przyczyniły się niskie stopy procentowe, deregulacja i liberalizacja sektora usług finansowych, a także wyższe oczekiwane dochody ludności oraz czynniki o charakterze demograficznym.
  3. Znacznej dynamice wolumenu kredytu towarzyszyło nieoptymalne jego wykorzystanie, w tym stymulowanie konsumpcji i nadmierna alokacja kapitału w gałęzi gospodarki o niskiej produktywności (w szczególności sektor nieruchomości i budownictwa), co prowadziło do wzrostu jednostkowych kosztów pracy.
  4. Zaobserwowana destabilizacja procesów gospodarczych wystąpiła pomimo zaawansowanego procesu konwergencji, liberalizacji rynku pracy oraz utrzymywania do niedawna stabilnej pozycji sektora finansów publicznych.
  5. Konsekwencją boomów kredytowych było rosnące uzależnienie rozwoju gospodarczego od finansowania zagranicznego, odzwierciedlone w narastaniu deficytów obrotów bieżących w tych krajach.
- Przegląd inicjatyw, które zostały podjęte w celu przeciwdziałania przegrzaniu gospodarki w wyniku niezrównoważonego przyrostu akcji kredytowej wskazuje ponadto, że prowadzenie działań wyłącznie o charakterze nadzorczym wobec sektora bankowego może nie być wystarczające. Osiągnięcie większej skuteczności może oznaczać konieczność harmonizacji strategii nadzorczej i krajowej polityki makroekonomicznej, w tym fiskalnej.

Niniejszy materiał ma charakter roboczy. Opisane propozycje rozwiązań w procesie wprowadzenia euro odzwierciedlają stanowisko Zespołu Roboczego ds. Makroekonomicznych i nie są wiążące. Szczegółowy opis działań, które zostaną zastosowane w Polsce zostanie zawarty w *Narodowym Planie Wprowadzenia Euro*.



## SPIS TREŚCI

1. WPROWADZENIE .....	7
2. DETERMINANTY WZROSTU AKCJI KREDYTOWEJ W RAMACH INTEGRACJI WALUTOWEJ .....	9
2.1 Powiązania między determinantami akcji kredytowej .....	9
2.2 Wpływ integracji walutowej na poprawę warunków pozyskania kapitału .....	12
3. CHARAKTERYSTYKA ROZWOJU AKCJI KREDYTOWEJ W STREFIE EUR .....	15
3.1 Kredyty dla gospodarstw domowych .....	17
3.1.1 Kredyty konsumpcyjne .....	18
3.1.2 Kredyty hipoteczne .....	19
3.2 Kredyty dla przedsiębiorstw .....	22
4. ROZWÓJ AKCJI KREDYTOWEJ A DOSTOSOWANIA W SFERZE REALNEJ .....	25
4.1 Charakterystyka procesu konwergencji EUR 3 .....	25
4.2 Przyczyny osłabienia międzynarodowej konkurencyjności EUR 3 .....	30
5. IDENTYFIKACJA BOOMÓW KREDYTOWYCH W EUR 3: WERYFIKACJA EMPIRYCZNA .....	35
5.1 Co oznacza nadmierny wzrost akcji kredytowej? .....	35
5.2 Weryfikacja empiryczna boomów kredytowych w EUR 3 .....	37
6. CHARAKTERYSTYKA BOOMÓW I MECHANIZMÓW ICH ŁAGODZENIA W KRAJACH EUR 3 .....	43
6.1 Irlandia .....	44
6.1.1 Charakterystyka boomu kredytowego .....	44
6.1.2 Mechanizmy łagodzenia akcji kredytowej .....	47
6.2 Hiszpania .....	49
6.2.1 Charakterystyka boomu kredytowego .....	49
6.2.2 Mechanizmy łagodzenia akcji kredytowej .....	51
6.3 Portugalia .....	54
6.3.1 Charakterystyka boomu kredytowego .....	54
6.3.2 Mechanizmy łagodzenia akcji kredytowej .....	56
6.4 Podsumowanie działań nadzorczych w krajach EUR 3 .....	60
7. KONKLUZJE .....	63
LITERATURA .....	65



## 1. WPROWADZENIE

Niniejszy raport jest częścią przeglądu doświadczeń innych państw związanych z wprowadzaniem euro. W opracowaniu tym przedstawiono analizę źródeł narastania akcji kredytowej w warunkach integracji walutowej, jak i przyczyn pojawienia się boomów kredytowych w Irlandii, Hiszpanii i Portugalii (EUR 3). Autorzy bazują głównie na przeglądzie literatury międzynarodowej, a także na własnych analizach i spostrzeżeniach. Analiza koncentruje się na ocenie zmian gospodarczych zachodzących w trzech wyżej wymienionych krajach, w których wyraźnie zarysowały się negatywne sprzężenia zwrotne między spadkiem realnych stóp procentowych i niezrównoważonym wzrostem akcji kredytowej w trakcie przygotowania lub/i po przystąpieniu do obszaru wspólnej waluty, co z czasem prowadziło do osłabienia ich konkurencyjności międzynarodowej<sup>1</sup>.

Raport przedstawia źródła narastania akcji kredytowej w strefie euro i przyczyny pojawiania się boomów kredytowych w EUR 3

Analiza przyczyn niezrównoważonego wzrostu akcji kredytowej w tych trzech krajach jest ważna z punktu widzenia konsekwencji, jakie mogą nieść ze sobą zmiany warunków dostępności kredytu w sytuacji dopasowania stóp procentowych i innych parametrów makrofinansowych do nowych poziomów obowiązujących na obszarze wspólnej waluty. Jednocześnie wniosków płynących z doświadczeń tych trzech krajów nie można automatycznie uogólniać na całą strefę euro, gdyż w innych krajach członkowskich zjawisko przyspieszenia dynamiki kredytowej wynikające ze spadku stóp procentowych nie wystąpiło z taką siłą i nie prowadziło do narastania tak silnych nierównowag makroekonomicznych jak w omawianych trzech krajach.

Raport podzielono na następujące bloki tematyczne. W rozdziale 2 omówiono teoretyczne przesłanki akumulacji kapitału w procesie integracji walutowej. W szczególności przedstawiono kanały transmisji polityki monetarnej i czynniki wzrostu akcji kredytowej uwalniane w wyniku eliminacji wahań kursowych i spadku premii za ryzyko kraju, a także wpływ integracji na poprawę dostępu do finansowania zagranicznego. Rozdział 3 charakteryzuje rozwój akcji kredytowej w strefie euro, z uwzględnieniem odmiennej specyfiki kredytów dla gospodarstw domowych i dla przedsiębiorstw. Rozdział 4 jest poświęcony analizie wzajemnych zależności między procesem realnej konwergencji zachodzącym w warunkach integracji walutowej a rozwojem akcji kredytowej w krajach EUR 3. W rozdziale 5 zaprezentowano przegląd literatury pod kątem definiowania pojęcia „nadmiernego wzrostu akcji kredytowej” (zwanego „boomem kredytowym”), a także przedstawiono własną metodologię i próbę identyfikacji boomów kredytowych w krajach EUR 3. Rozdział 6 dostarcza informacji o przebiegu boomów kredytowych w Irlandii, Hiszpanii i Portugalii oraz o środkach podejmowanych w tych krajach w celu łagodzenia nadmiernego wzrostu akcji kredytowej. Zamykający całość rozdział 7 zawiera najważniejsze konkluzje.

<sup>1</sup> A. Sławiński, *Lessons from the Euro Zone Experiences for the CEE Entrants*, *Argumenta Oeconomica*, No. 1(24), 2010, p. 49–64.





## 2. DETERMINANTY WZROSTU AKCJI KREDYTOWEJ W RAMACH INTEGRACJI WALUTOWEJ

Na gruncie teoretycznym akumulacji kapitału sprzyjają co najmniej dwa procesy uruchamiane bądź pogłębiane w następstwie integracji walutowej. Po pierwsze, przystąpienie do obszaru wspólnej waluty eliminuje źródło niepewności w gospodarce jakim są wahania kursowe, co prowadzi do dalszego stymulowania przepływu kapitału wewnątrz strefy, zwiększania penetracji obszaru przez inwestorów zagranicznych, a w konsekwencji pobudzania inwestycji i handlu zagranicznego. Po drugie, podmioty uzyskują łatwiejszy dostęp do międzynarodowego rynku finansowego, na którym koszt pozyskania kredytów i pożyczek jest niższy niż na rynku lokalnym. Integracja walutowa z rozwiniętym gospodarczo obszarem prowadzi zazwyczaj do spadku premii za ryzyko kraju i niższych oczekiwań inflacyjnych, odzwierciedlonych w stopach procentowych. Sprzyja również wzrostowi konkurencyjności rynków finansowych, co skłania inwestorów do podejmowania inwestycji długoterminowych, obarczonych często większym ryzykiem<sup>2</sup>.

Akumulacji kapitału sprzyjają eliminacja wahań kursowych i dostęp do tańszego finansowania

### 2.1 Powiązania między determinantami akcji kredytowej

Pobudzane integracją walutową obniżenie tempa wzrostu cen i konwergencja stóp procentowych znajdują odzwierciedlenie w zwiększeniu dynamiki kredytów dla sektora prywatnego. Te dwa zjawiska determinują wzrost kredytów zarówno od strony popytowej (poprzez wzrost skłonności i zdolności podmiotów prywatnych do ich zaciągania w wyniku obniżki stóp procentowych, jak i oczekiwanego wzrostu ich dochodów do dyspozycji), jak również od strony podażowej (na skutek zwiększenia zdolności banków do refinansowania krajowej akcji kredytowej za granicą, przy znacząco obniżonym poziomie ryzyka). *Rysunek 1* przedstawia uproszczony schemat powiązań między głównymi determinantami akcji kredytowej. Zmiana skłonności banków do udzielania pożyczek zależy tu od różnych kanałów transmisji polityki monetarnej: (1) bezpośredniego kanału stopy procentowej (*interest rate channel*), (2) kanału kredytów bankowych (*bank-lending channel*) i (3) kanału bilansowego (*balance sheet channel*), jak również od stosowanych standardów jakościowych udzielania kredytów.

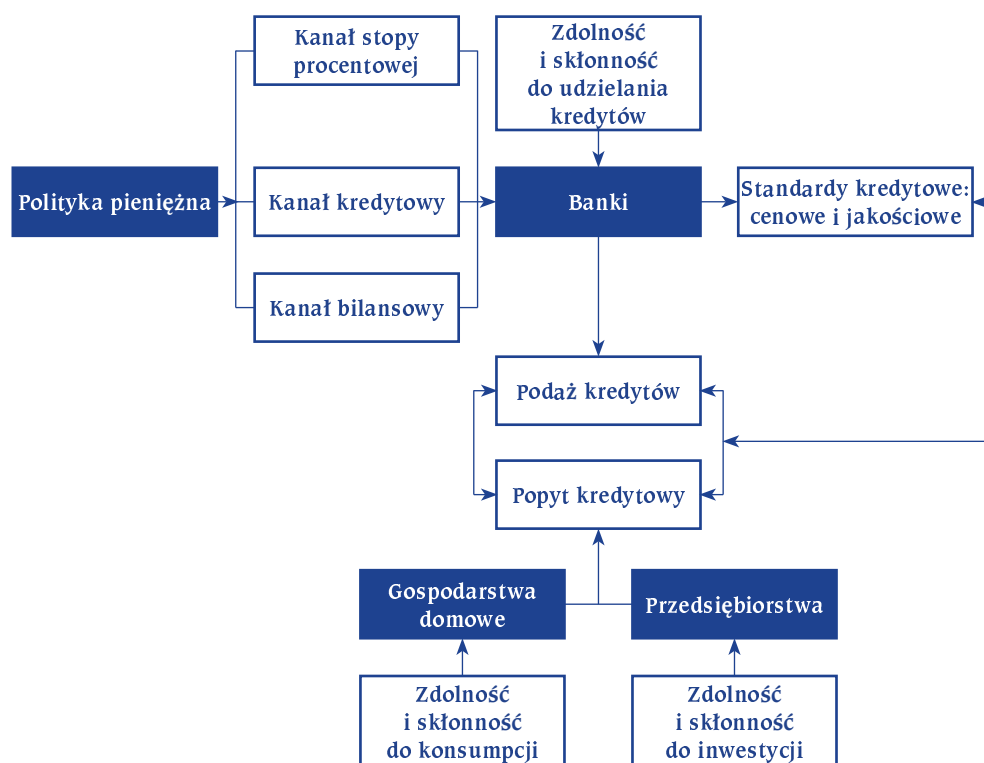
Bezpośredni kanał stopy procentowej określa tempo dostosowań i skalę przenoszenia stóp procentowych banku centralnego na oprocentowanie produktów bankowych, wyznaczając jednocześnie możliwe tempo i wielkość dostosowania zagregowanego popytu i inflacji do zmian polityki pieniężnej. Działania kanałów kredytów bankowych i bilansowego wzmacniają natomiast wpływ tradycyjnego kanału stopy procentowej na zagregowane wydatki w gospodarce. W pierwszym przypadku, rozluźnienie polityki pieniężnej prowadzi do uwolnienia dodatkowych środków finansowych i poprzez zwiększenie płynności banków podnosi ich zdolność do udzielania pożyczek. W przypadku kanału *bilansowego*, wspomniany efekt jest dla odmiany wzmacniany przez zmiany zewnętrznej premii finan-

Kanały transmisji zmian stóp procentowych banku centralnego wpływają na standardy udzielania kredytów

<sup>2</sup> M. Brzozowski, *Wpływ rozwoju rynków finansowych i stabilności kursu walutowego na wzrost gospodarczy w krajach Europy Środkowej i Wschodniej*, Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej, NBP, luty 2009.

sowej, będącej różnicą między kosztem pozyskania finansowania zewnętrznego a kosztem finansowania wewnętrznego z nagromadzonych zysków<sup>3</sup>. Przykładowo, na skutek zmiany wartości aktywów finansowych stanowiących zabezpieczenie kredytów zmiana premii zewnętrznej prowadzi do zmiany kosztu kredytu i w konsekwencji do zmiany poziomu wydatków realnych. Funkcjonowanie kanału bilansowego zależy ponadto od relacji długu do kapitału netto przedsiębiorstw (tzw. dźwigni finansowej) oraz od poziomu zadłużenia gospodarstw domowych w stosunku do ich dochodu do dyspozycji<sup>4</sup>. W krajach, w których te relacje kształtują się na relatywnie niższym poziomie, pozytywny impuls ze strony polityki pieniężnej, oddziałujący na wzrost wartości kapitału netto czy dochodów do dyspozycji, powinien zwiększyć zdolność kredytową przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w relatywnie mniejszym stopniu niż w gospodarkach, w których współczynniki te są wyższe. Wymienione kanały transmisji zmian stóp procentowych banku centralnego wpływają na standardy udzielania kredytów, uzależnione od zdolności (a także skłonności) do konsumpcji i inwestycji konsumentów oraz producentów<sup>5</sup>.

Rysunek 1. Uproszczony schemat powiązań między determinantami kredytów bankowych



Źródło: J. Berg i in., *The Bank Lending Survey for the Euro Area*, ECB, op. cit.

<sup>3</sup> G. Grabek i in., *Porównanie podstawowych cech mechanizmu transmisji monetarnej w Polsce i w strefie euro*, NBP, Seminaria BISE, kwiecień 2008.

<sup>4</sup> R. Kokoszcyński, T. Łyziak, E. Wróbel, *Czynniki strukturalne we współczesnych teoriach mechanizmu transmisji polityki pieniężnej*, XXII Konferencja naukowa NBP: Reformy strukturalne a polityka pieniężna, Falenty 2002.

<sup>5</sup> J. Berg i in., *The Bank Lending Survey for the Euro Area*, ECB, Occasional Paper Series, No. 23, 2005.

Obecnie szeroko dyskutowana jest rola, jaką utrzymywanie stóp procentowych na niskim poziomie odgrywa w kontekście pobudzania kredytów<sup>6</sup>. Niektórzy ekonomiści wskazują, że nie istnieje korelacja między poziomem stóp procentowych i kredytem bankowym, w szczególności kredytem na rynku nieruchomości<sup>7</sup>. Inne badania zaprzeczają jednak tej hipotezie, dostarczając dowody na istnienie kilku kanałów transmisji. Po pierwsze, niski poziom stóp procentowych może wpływać na wyceny (*valuations*) aktywów, dochodów i przepływów pieniężnych, które z kolei mogą modyfikować sposób, w jaki banki mierzą oczekiwane ryzyka kredytowe<sup>8</sup>. Po drugie, obniżenie rentowności obligacji skarbowych (i związane z tym niskie zwroty z papierów określanych mianem „bez ryzyka”) skłania instytucje finansowe do podejmowania większego ryzyka i inwestowania w aktywa o wyższej dochodowości, zwłaszcza jeśli wynik managerów jest uzależniony od nominalnych dochodów. Ponadto niskie stopy procentowe ułatwiają lewarowanie inwestycji. Ostatecznie, trudno jest obecnie odrzucić pogląd, że polityka niskich stóp procentowych miała wpływ na dynamikę kredytów w okresie poprzedzającym kryzys finansowy lat 2007–2009<sup>9</sup>.

Nie ma zgodności co do wpływu niskich stóp proc. na pobudzenie kredytów

Zwiększanie roli kredytu w gospodarce niesie za sobą nie tylko szanse rozwojowe, ale również zagrożenia związane z nadmiernym przyrostem zadłużenia gospodarki. Wystąpienie w strefie euro szoku idiosynkratycznego w postaci zbyt wysokiej akcji kredytowej w którymś z krajów członkowskich jest o tyle niebezpieczne, że unia walutowa nie pozwala na jego złagodzenie poprzez stosowanie niezależnej polityki pieniężnej czy konkurencyjnej deprecjacji walutowej, co potęguje asymetryczne wahania produkcji krajowej i wymusza dostosowania strukturalne w sferze realnej. W tej sytuacji konieczne jest identyfikowanie boomów kredytowych, co potwierdza dotychczasowa praktyka MFW uznająca realną dynamikę wolumenu kredytów dla sektora prywatnego za wiodący wskaźnik analizy stopnia stabilności finansowej poszczególnych krajów, jak i przyczyn kryzysów finansowych. Ekonomiści MFW dowodzą ponadto, że boomom kredytowym towarzyszą zarówno boomy konsumpcyjne, jak i inwestycyjne w siedmiu na dziesięć przypadków, a pojawienie się dodatkowo boomów produkcyjnych jest możliwe w co drugim przypadku<sup>10</sup>.

Ekonomiści MFW dowodzą, że boomom kredytowym towarzyszą zazwyczaj zarówno boomy konsumpcyjne, jak i inwestycyjne

Choć liczne badania empiryczne wskazują na wysoką dodatnią korelację między wzrostem gospodarczym i rozwojem rynku finansowego, to nie przesądzają o ich relacji przyczynowo-skutkowej. Większość badań wprawdzie potwierdza, że rozwinięty rynek finansowy pomaga zdynamizować rozwój gospodarczy, jednak istnieją również opracowania wskazujące na przebieg zależności w odwrotnym

Dynamika rozwoju gospodarczego jest skorelowana z poziomem rozwoju rynków finansowych

<sup>6</sup> L. Smaghi, *From Boom to Bust: Towards a New Equilibrium in Bank Credit*, ECB, 29 January 2010, <http://www.ecb.de/press/key/date/2010/html/sp100129.en.html>.

<sup>7</sup> B. Bernanke, *Monetary Policy and the Housing Bubble*, a Speech Delivered at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, 3 January 2010.

<sup>8</sup> T. Adrian, H.S. Shin, *Money, Liquidity and Monetary Policy*, American Economic Review, P&P vol. 99, No 2, pp. 600–605, 2009; J.B. Taylor, *The Financial Crisis and the Policy Responses: an Empirical Analysis of What Went Wrong*, NBER, Working Paper Series, No 14631, 2009.

<sup>9</sup> L. Smaghi, *From Boom to Bust: Towards a New Equilibrium in Bank Credit*, op. cit.

<sup>10</sup> Badanie boomów kredytowych przeprowadzono w 28 gospodarkach rozwijających się w latach 1970–2002 (vide: *Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?*, Chapter IV, World Economic Outlook, IMF, April 2004).

kierunku<sup>11</sup>. Odzwierciedleniem trudności w określeniu zależności przyczynowo-skutkowej pomiędzy zmiennymi jest brak szeroko akceptowanej definicji boomu kredytowego. Badania prowadzone dla różnych krajów potwierdzają, że zmiany wolumenu kredytów w gospodarce (rozumianego jako popyt kredytowy) często zależą od wskaźników aktywności ekonomicznej (np. tempa wzrostu PKB lub produkcji przemysłowej) oraz od zmian stopy procentowej. Inne analizy koncentrują się na zmiennych, które opisują czynniki podażowe determinujące dynamikę kredytów w gospodarce i odwołują się do bilansu sektora bankowego. Wyróżnia się tu dwie grupy zmiennych. Pierwsza grupa określa zdolność banków do udzielania pożyczek (kapitał akcyjny banków, depozyty bankowe, itp.). Druga natomiast analizuje skłonność banków do udzielania pożyczek. Niezależnie jednak od przyjętego podejścia, badanie nadmiernego charakteru ekspansji kredytowej wymusza uwzględnianie specyficznych czynników strukturalnych opisujących fundamenty makroekonomiczne danej gospodarki, co ogranicza wartość poznawczą uniwersalnych definicji boomu kredytowego.

## 2.2 Wpływ integracji walutowej na poprawę warunków pozyskania kapitału

Liberalizacja przepływów finansowych uruchomiła wzrost obrotów na rynkach kapitałowych krajów UE

Napływ kapitału zagranicznego i akcja kredytowa zaczęły szybko narastać w krajach zamykających lukę rozwojową w momencie gdy przyspieszył proces liberalizacji finansowej, charakteryzujący początkowy etap unii gospodarczej i walutowej (UGW)<sup>12</sup>. Liberalizacja przepływów finansowych uruchomiła wzrost obrotów na rynkach kapitałowych krajów UE i jednocześnie nie sprzyjała gromadzeniu oszczędności krajowych w sytuacji gdy kredyt stał się łatwo dostępny i tani<sup>13</sup>. Różnokierunkowe równoczesne zmiany wskaźników liberalizacji finansowej i sald obrotów bieżących potwierdzają wyżej opisane tendencje (*Rysunek 2*).

UGW miała wpływ na wzrost deficytu obrotów bieżących

Integracja gospodarcza i walutowa sprzyjała narastaniu deficytów obrotów bieżących w krajach o niższym wyjściowym poziomie dochodu, gdyż stworzyła lepsze warunki pozyskiwania oszczędności zagranicznych (pomimo spadku stóp krajowych oszczędności). Pozwoliła tym samym na utrzymywanie przez te kraje przez długi czas skali inwestycji powyżej poziomu, który nie mógłby być finansowany oszczędnościami krajowymi. Można zauważyć zależność między narastaniem

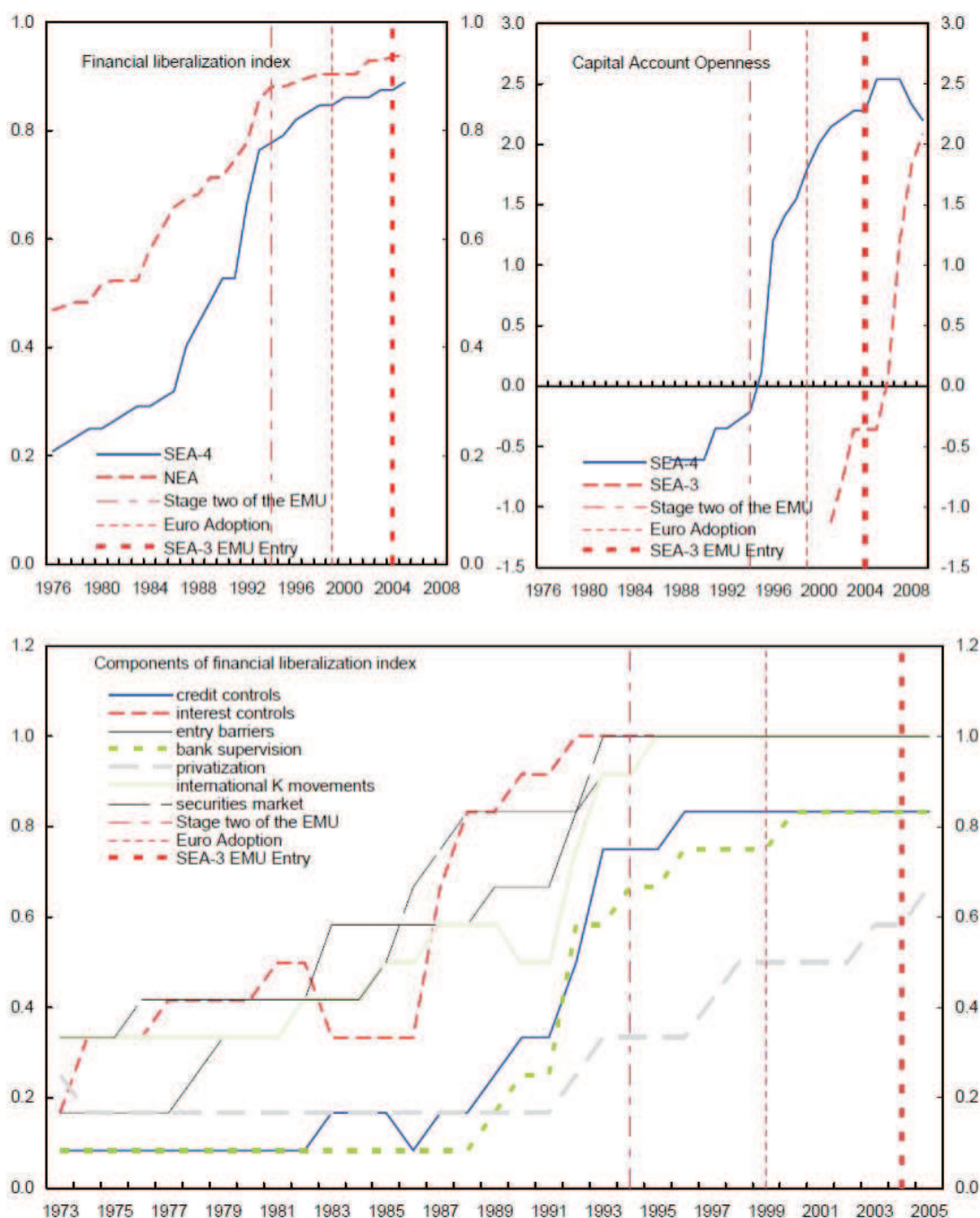
<sup>11</sup> R. Levine, N. Loyanza, T. Beck, *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*, Journal of Monetary Economics, 46(1), 2000, 31–77; M. Frömmel, T. Schmidt, *Bank Lending and Asset Prices in the Euro Area*, Leibniz Universität Hannover, Institute for Money and International Finance, Discussion Paper No. 342, July 2006, Revised: September 2006; *What Do the Sources and Uses of Funds Tell Us about Credit Growth in Central and Eastern Europe?*, European Economy, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Occasional Papers No. 26, November 2006.

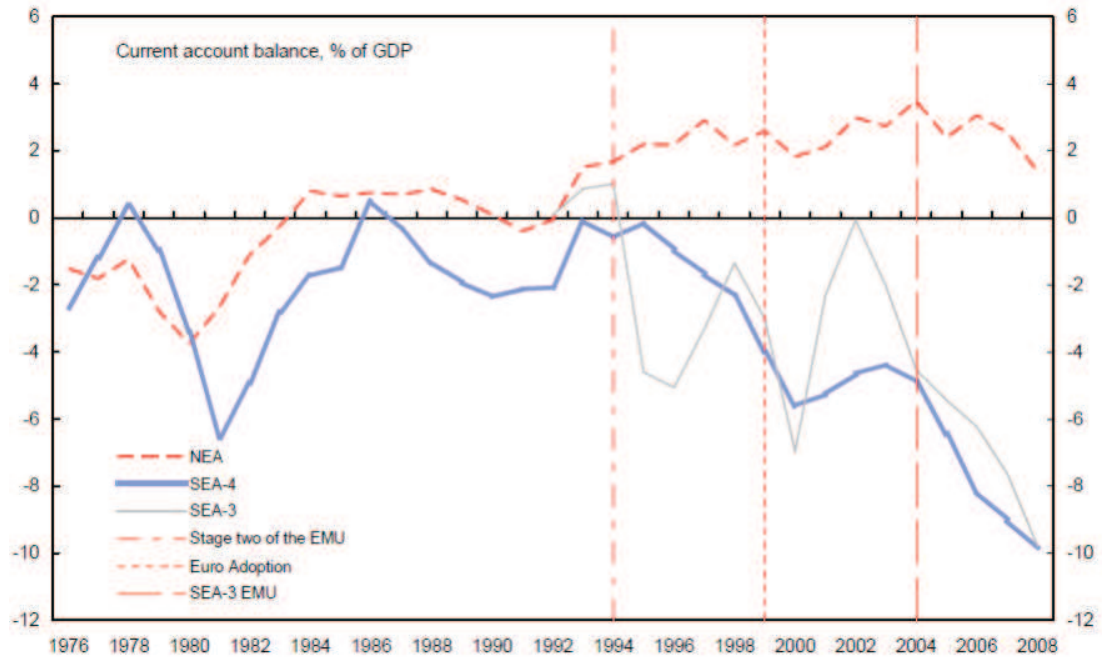
<sup>12</sup> Tworzenie unii gospodarczej i walutowej (UGW) przebiegało w kilku etapach. Pierwszy, polegający na liberalizacji finansowej, był elementem procesu prowadzącego do utworzenia swobodnego przepływu towarów, usług, kapitału i osób w ramach jednolitego rynku UE. Drugi miał na celu ujednoczenie polityk makroekonomicznych i redukcję zmienności kursów walutowych (w mechanizmie kursowym ERM) w ramach przygotowań do wprowadzenia wspólnej waluty. Ostatnim etapem było zastąpienie walut narodowych walutą euro.

<sup>13</sup> Warto podkreślić, że proces liberalizacji finansowej był również determinowany czynnikami egzogenicznymi niezwiązanymi z budową podwalin pod obszar wspólnej waluty europejskiej (takimi jak proces globalizacji czy dynamicznego rozwoju technologii informatycznych).

deficytów obrotów bieżących w mniej zamożnych krajach strefy euro a budową unii gospodarczej i walutowej. Po okresie liberalizacji finansowej (1990–1993), kraje UE przystąpiły do stabilizowania gospodarek w ramach drugiego etapu unii gospodarczej i walutowej w 1994 roku, zakończonych przyjęciem euro w 1999 roku (Grecja w 2001 roku). Te daty korespondują z początkiem pogarszania się sald obrotów bieżących zwłaszcza w Grecji, Włoszech, Portugalii i Hiszpanii, a następnie z przyspieszeniem negatywnych tendencji po wprowadzeniu euro. Na drodze do przyjęcia euro kraje te dokonały znaczącego postępu w zakresie liberalizacji usług finansowych, co sprzyjało zwiększonemu napływowi kapitału międzynarodowego.

Rysunek 2. Wpływ UGW na liberalizację finansową i saldo obrotów bieżących





Wyjaśnienia do Rysunku 2:

*Indeks liberalizacji finansowej* (financial liberalization index) obejmuje stopień kontroli stóp procentowych, kontroli kredytów, restrykcji w zakresie wolnej konkurencji, własności państwowej, jakości nadzoru bankowego i regulacji, jak i polityk pozwalających na dostęp cudzoziemców do krajowego rynku kapitałowego. Ostateczny poziom indeksu waha się między 0 a 1, gdzie 0 oznacza najwyższy stopień restrykcji finansowych w danym kraju, a 1 oznacza pełną liberalizację (vide: A. Abiad i in., *A New Database of Financial Reforms*, IMF Working Paper, No. 266, 2008).

*Wskaźnik stopnia otwartości rachunku finansowego bilansu płatniczego* (Capital Account Openness) jest wskaźnikiem liberalizacji finansowej o węższym zakresie. Jego szczegółowy opis znajduje się w publikacji: M. Chinn, H. Ito, *What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions*, Journal of Development Economics, Vol. 81 (October), [www.web.pdx.edu/~ito](http://www.web.pdx.edu/~ito).

NEA: kraje północne strefy euro: Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Niemcy, Irlandia, Luksemburg, Holandia;

SEA-4: kraje południowe strefy euro, które przyjęły euro w latach 1999–2001: Włochy, Portugalia, Hiszpania, Grecja (2001);

SEA-3: kraje południowe strefy euro, które przyjęły euro w latach 2007–2008: Cypr, Malta, Słowenia.  
Źródło: F. Jaumotte, P. Sodsriwiboon, *Current Account Imbalances in the Southern Euro Area*, IMF Working Paper No. 139, June 2010.



### 3. CHARAKTERYSTYKA ROZWOJU AKCJI KREDYTOWEJ W STREFIE EURO

Wspomagany efektami globalizacji proces integracji gospodarczej i walutowej w UE prowadził do znaczącego obniżenia premii za ryzyko mniej zamożnych krajów członkowskich i złagodzenia barier ograniczających akcję kredytową dla krajowych podmiotów gospodarczych. Spadek realnych stóp procentowych spowodował m. in. poczucie wzrostu zamożności gospodarstw domowych, powszechnie przekonanych o wzroście ich przyszłych dochodów<sup>14</sup>. Przynajmniej w niektórych krajach czynnik ten był ważnym katalizatorem ekspansji kredytowej. Wzrost konsumpcji i inwestycji – w dużej mierze mieszkaniowych – prowadził do stopniowego przesuwania zasobów produkcyjnych z sektorów eksponowanych na konkurencję międzynarodową do sektorów nie podlegających wymianie handlowej, charakteryzujących się niższą wydajnością pracy<sup>15</sup>.

Wzrost inwestycji mieszkaniowych spowodował przesunięcie zasobów produkcyjnych do sektorów o mniejszej wydajności pracy

Rosnący popyt krajowy nie napotykał bariery podażowej dzięki dynamicznemu rozwojowi rynków finansowych i nowych produktów finansowych (m.in. rozszerzaniu oferty kredytowej – zwłaszcza w segmencie kredytów hipotecznych). Równocześnie integracja walutowa sprzyjała znaczącemu spadkowi kosztów pożyczanego pieniądza, ponieważ finansowanie zwiększonego popytu kredytowego po obniżonych kosztach za granicą było możliwe dzięki efektywnej eliminacji wahań kursowych. W rezultacie społeczeństwo w coraz większym stopniu zaczęło zaspokajać rosnącą konsumpcję i inwestycje poprzez zadłużanie się (czemu sprzyjały niższe stopy procentowe), a nie dzięki zgromadzonym wcześniej oszczędnościom<sup>16</sup>. Konsekwencją współdziałania opisanych czynników popytowych i podażowych był wzrost relacji kredytów do oszczędności, a aktywa finansowe netto gospodarstw domowych systematycznie malały w stosunku do dochodów do dyspozycji (*Rysunek 3*) zarówno na skutek wzrostu zobowiązań finansowych (zadłużenia się), jak i spadku aktywów finansowych (stopy oszczędności). Pewien wpływ na spadek stopy oszczędzania powodował też zapewne proces starzenia się ludności występujący w bieżącej dekadzie (osoby powyżej 60. roku życia z reguły oszczędzają mniej niż w wieku produkcyjnym).

Integracji walutowej towarzyszy spadek wartości aktywów finansowych netto

Niektórzy ekonomiści uważają, że narastanie zadłużenia prywatnego w tempie niezrównoważonym (a nie długu publicznego) było główną przyczyną obecnego kryzysu wiarygodności strefy euro. Wskazują, że podczas gdy dług publiczny obniżył się dla całej strefy z 72% PKB w 1999 roku do 67% PKB w 2007 roku, to zadłużenie sektora gospodarstw domowych zwiększyło się z 52% PKB do 70% w tym okresie, a instytucji finansowych z 200% do 250% PKB<sup>17</sup>.

Zadłużenie prywatne narastało szybciej niż dług publiczny

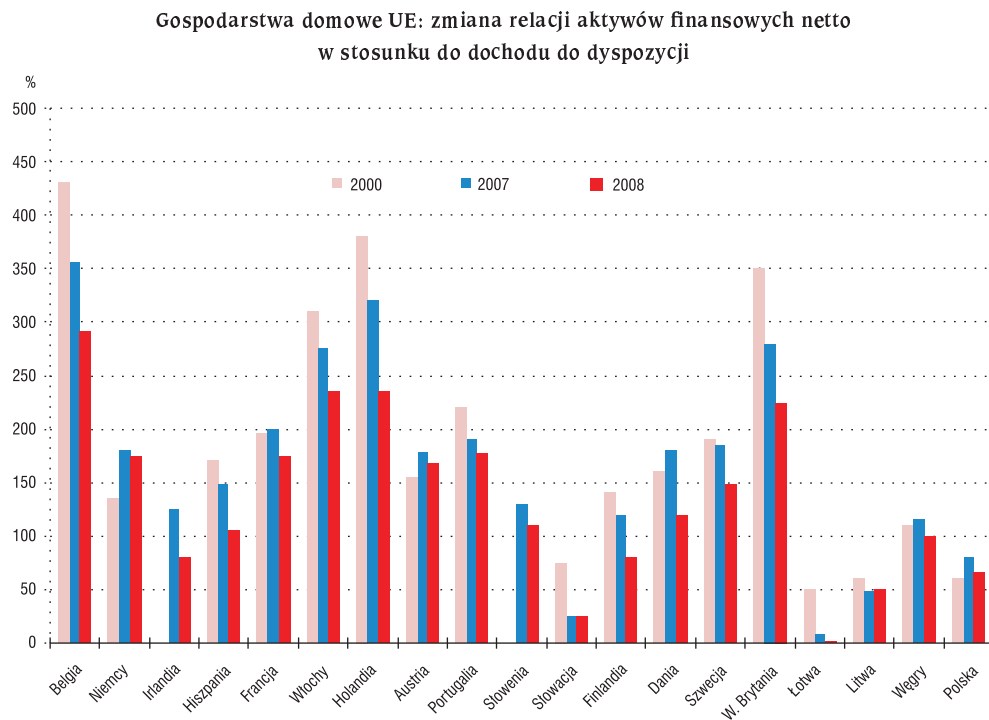
<sup>14</sup> *What Do the Sources and Uses of Funds Tell Us about Credit Growth in Central and Eastern Europe?*, op. cit.

<sup>15</sup> *The EU Economy: 2006 Review. Adjustment Dynamics in the Euro Area – Experiences and Challenges*, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Number 6, 2006.

<sup>16</sup> L. Zienkowski, Z. Żółkiewski, *Mniej oszczędzamy – więcej pożyczamy*, notatka NBP, mimeo.

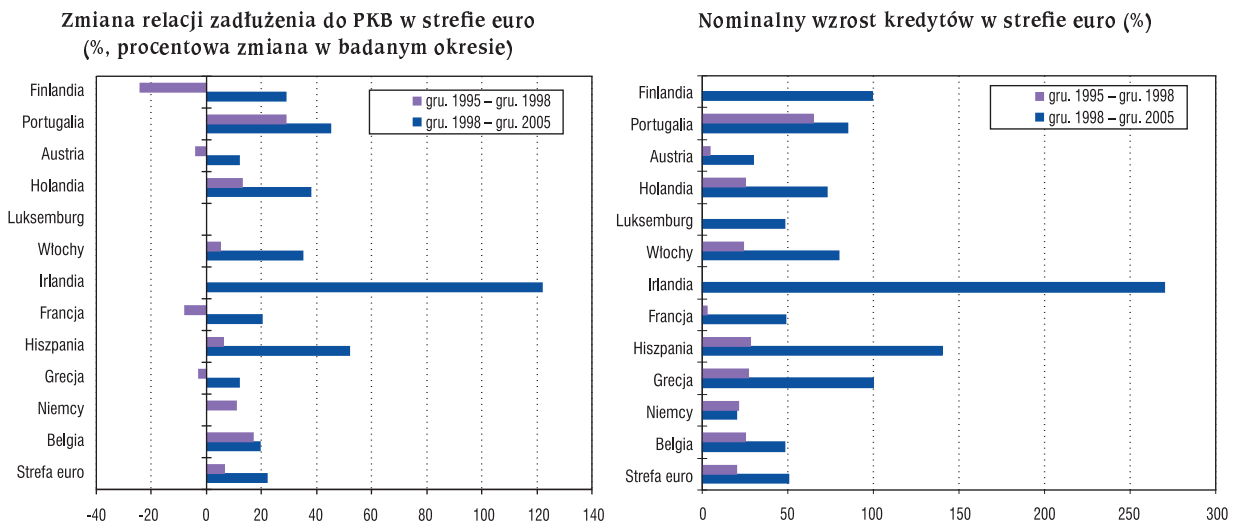
<sup>17</sup> P. De Grauwe, *Fighting the Wrong Enemy*, VOX, 19 May 2010, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5062>.

Rysunek 3. Aktywa finansowe a dochody do dyspozycji gospodarstw domowych



Źródło: I. Ahamedaneh Zarco, *Net Financial Wealth of Households Fell during the Opening Phase of the Financial Crises in the EU*, Eurostat, Statistics in Focus, 33/2010.

Rysunek 4. Zmiana poziomu zadłużenia ogółem i wolumenu kredytów ogółem



Źródło: na podstawie danych Komisji Europejskiej i EBC, w: *The EU Economy: 2006 Review. Adjustment Dynamics in the Euro Area...*, op. cit.

**Dynamika akcji kredytowej nie była jednolita w skali strefy euro**

Rysunek 4. pokazuje, że między 1999 a 2005 rokiem najwyższy przyrost relacji zadłużenia ogółem do PKB zanotowała Irlandia (zmiana tej relacji wynosiła prawie 125%), a następnie Hiszpania i Portugalia. Z drugiej strony kraje takie jak Niemcy czy Austria nie odnotowały bądź tylko w umiarkowanym stopniu doświadczyły wzrostu tej relacji. Niejednorodność opisanych tendencji znalazła odzwierciedlenie w zróżnicowanych nominalnych stopach wzrostu wolumenu kredytów. Podczas gdy dynamika kredytów w bogatszych gospodarkach strefy



euro (w Niemczech i we Francji) była stosunkowo niska, to w mniej zamożnych krajach (w Grecji, Portugalii, Hiszpanii, a zwłaszcza w Irlandii) znacząco wzrosła w okresie przygotowań do przyjęcia euro. W latach 1999–2005 nominalny wzrost kredytów wyniósł 270% w Irlandii, prawie 140% w Hiszpanii i prawie 80% w Portugalii<sup>18</sup>.

### 3.1 Kredyty dla gospodarstw domowych

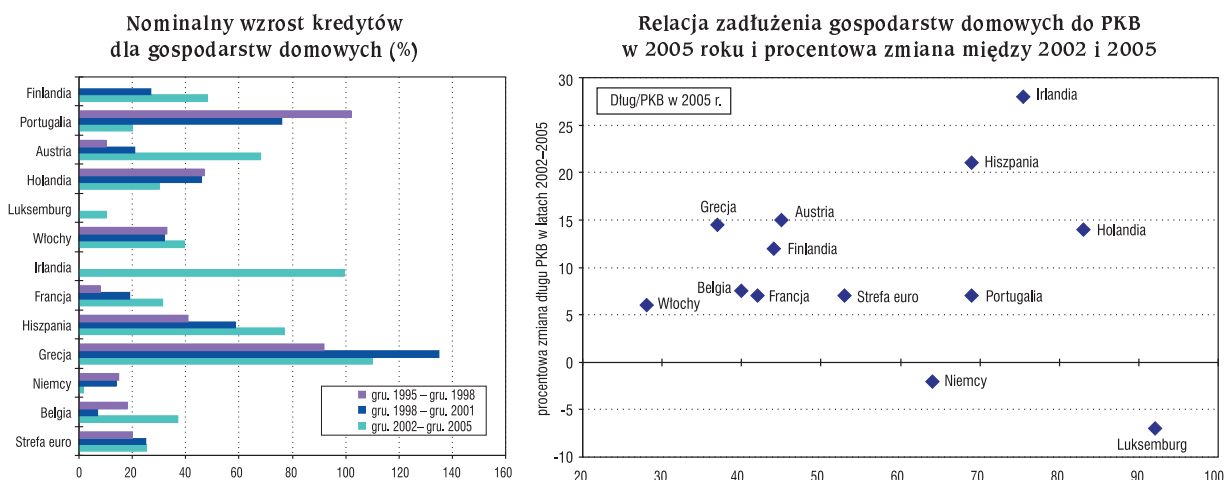
Charakterystyczną tendencją w segmencie kredytów dla gospodarstw domowych było silne zwiększenie tempa ich narastania jeszcze przed formalnym utworzeniem strefy euro (*Rysunek 5*). Kredyty te zaczęły mocno rosnąć w okresie od czterech lat do jednego roku przed akcesją do strefy euro i osiągnęły najwyższą dynamikę w momencie utworzenia strefy euro. Zjawisko to może potwierdzać skłonność do narastania popytu wewnętrznego w warunkach oczekiwanego (pod wpływem integracji walutowej) wzrostu dochodów do dyspozycji ludności.

Popyt wewnętrzny narasta w warunkach oczekiwanego wzrostu dochodów do dyspozycji

Wzrostowi kredytów dla sektora gospodarstw domowych systematycznie towarzyszyła akumulacja zadłużenia w większości krajów strefy euro (za wyjątkiem Luksemburga i Niemiec *Rysunek 5*, dolna część). Dług gospodarstw domowych w relacji do PKB przekraczał 60% w 2005 roku w sześciu krajach strefy euro, a dynamicznie narastające poziomy zadłużenia (zwłaszcza w Irlandii i Hiszpanii) zwiększały ryzyko ekspozycji sektora na negatywne szoki (np. zmiany stóp procentowych, spadek dochodów czy wzrost cen nieruchomości w następstwie boomu kredytowego na rynku hipotecznym).

W 2005 r. w sześciu krajach strefy euro dług gospodarstw domowych przekraczał 60% PKB

Rysunek 5. Zmiana poziomu zadłużenia i wolumenu kredytów dla gospodarstw domowych



Źródło: na podstawie danych Komisji Europejskiej i EBC, w: *The EU Economy: 2006 Review. Adjustment Dynamics in the Euro Area...*, op. cit.

Tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych charakteryzowało się dużą heterogenicznością na obszarze strefy euro. O ile w bogatszych krajach, takich jak Belgia, Francja czy Luksemburg, występował umiarkowany wzrost wolumenu

Kryzys finansowy prawdopodobnie spowodował trwałą zmianę oceny awersji do ryzyka

<sup>18</sup> *The EU Economy: 2006 Review. Adjustment Dynamics in the Euro Area...*, op. cit.

kredytów w latach 2002–2005, a w Niemczech stopa ich wzrostu zmniejszyła się efektywnie, to mniej zamożne kraje (Grecja, Irlandia, Hiszpania i Portugalia) doświadczyły szybkiego wzrostu wolumenu kredytów dla gospodarstw domowych, przy jednoczesnym pogorszeniu deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego. W rezultacie, gospodarstwa domowe w tej grupie krajów zostały poddane relatywnie silniejszym procesom dostosowawczym wynikającym ze światowego kryzysu finansowego. Ich dostosowania do nowych pokryzysowych warunków ekonomicznych polegały głównie na zwiększeniu oszczędności i ograniczeniu inwestycji na rynku mieszkaniowym, co doprowadziło do obniżenia ich zadłużenia netto. Kryzys finansowy prawdopodobnie spowodował również trwałą zmianę oceny awersji do ryzyka (zwłaszcza w sektorze bankowym), co może oznaczać, że przynajmniej częściowo korekta w dół poziomów akcji kredytowej utrzyma się dłużej<sup>19</sup>.

### 3.1.1 Kredyty konsumpcyjne

Kredyty konsumpcyjne są mniej podatne na konkurencję międzynarodową niż hipoteczne

W połowie obecnej dekady kredyty konsumpcyjne stanowiły około jedną piątą portfela kredytowego gospodarstw domowych w strefie euro. Znacznie mniejszy ich udział w stosunku do kredytów hipotecznych (stanowiących około dwie trzecie portfela) może wynikać z ich relatywnie mniejszej podatności na presję ze strony konkurencji międzynarodowej. Nawet w warunkach rozwoju nowoczesnych technologii dystrybucyjnych na międzynarodowych rynkach finansowych, istotnym czynnikiem determinującym dynamikę kredytów konsumpcyjnych jest bliskość do potencjalnych klientów<sup>20</sup>. O zjawisku tym może świadczyć utrzymywanie się bardziej zróżnicowanych stóp procentowych dla kredytów konsumpcyjnych niż dla kredytów hipotecznych, zwłaszcza w kategorii kredytów udzielanych w kartach kredytowych czy kredytów samochodowych. Duże zróżnicowanie tendencji w tym segmencie kredytów między krajami strefy euro można również tłumaczyć odmiennymi preferencjami kulturowymi i czynnikami strukturalnymi, takimi jak zróżnicowane systemy podatkowe, prawne i nadzorcze.

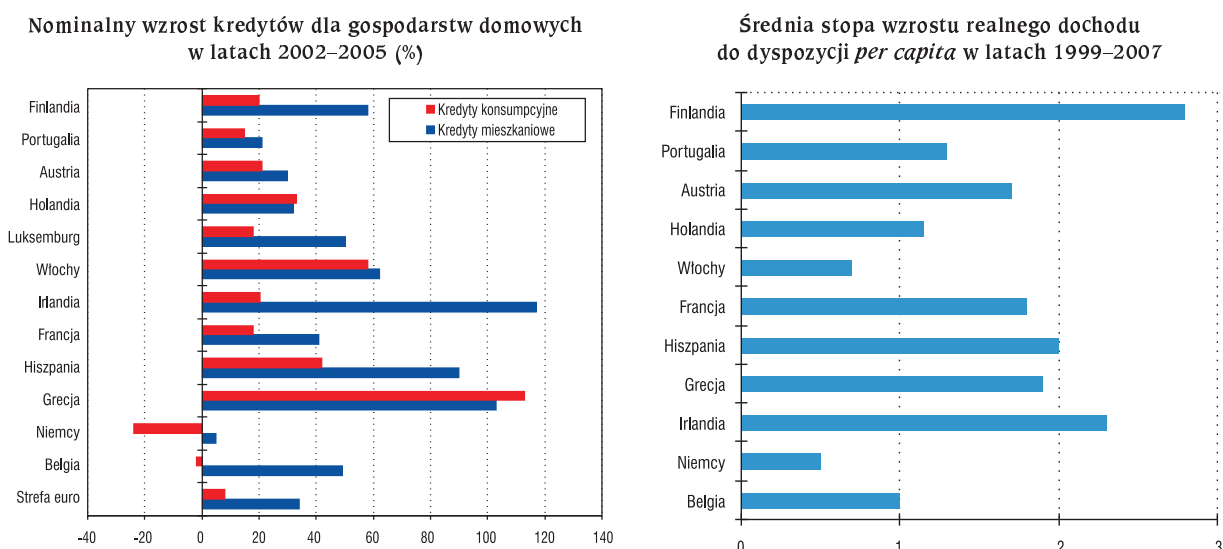
Wzrost dynamiki kredytów konsumpcyjnych nie był jednolity w strefie euro

Wzrost nominalnej wartości kredytów konsumpcyjnych przyspieszył w UE od połowy lat 80. na skutek liberalizacji rynku usług finansowych, przyjęcia specyficznych regulacji dotyczących kredytu konsumpcyjnego i korzystnej sytuacji makroekonomicznej. W dodatku spadek stóp procentowych będący konsekwencją integracji walutowej doprowadził do dwukrotnego wzrostu dynamiki tych kredytów w ostatnich trzech latach poprzedniej dekady. Rysunek 6. wskazuje, że szybkie tempo wzrostu kredytów konsumpcyjnych utrzymywało się w Grecji, Włoszech i Hiszpanii również w pierwszej połowie tej dekady. Inna sytuacja wystąpiła w Niemczech i w Belgii, które zanotowały spadek dynamiki tych kredytów w latach 2002–2005.

<sup>19</sup> *Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances*, European Economy, 1/2010, European Commission.

<sup>20</sup> A. San José, *Briefing on Consumer Credit, Indebtedness and Overindebtedness in the EU*, European Credit Research Institute, 2003.

**Rysunek 6. Tempo wzrostu kredytów konsumpcyjnych i mieszkaniowych w latach 2002–2005**



Źródło: na podstawie danych Komisji Europejskiej i EBC, w: *The EU Economy: 2006 Review. Adjustment Dynamics in the Euro Area...*, op. cit.

### 3.1.2 Kredyty hipoteczne

W ostatnim dziesięcioleciu zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu nabycia nieruchomości istotnie zwiększyło się w relacji do PKB w większości krajów strefy euro i stanowi obecnie największą kategorię ich zobowiązań. Różne czynniki wpłynęły na dynamiczny wzrost kredytów mieszkaniowych<sup>21</sup>:

- niższe stopy procentowe łagodziły wzrost obciążeń finansowych związanych ze spłatą kredytów pomimo wzrostu zadłużenia podmiotów prywatnych;
- wzrost dochodów ludności (*Rysunek 6*, dolna część);
- czynniki demograficzne w postaci wzrostu liczby ludności i rosnących przepływów migracyjnych wpływały bezpośrednio na wzrost popytu kredytowego (poprzez wzrost liczby nieruchomości), jak i poprzez wzrost rynku pośrednictwa nieruchomości. Populacja w strefie euro rosła średniorocznie o około 0,5% w latach 1999–2007, a stopy wzrostu liczby ludności ponad 1% występujące w Irlandii czy w Hiszpanii odzwierciedlały częściowo silne przepływy migracyjne netto i mogły wpłynąć na wzrost wolumenu kredytów mieszkaniowych w tych krajach.
- efekty deregulacji i liberalizacji rynku finansowego poszerzające zakres dostawców pożyczek mieszkaniowych i produktów kredytowych (m.in. na skutek otwarcia rynku nieruchomości dla banków zagranicznych i odejścia od operacyjnej specjalizacji banków komercyjnych)<sup>22</sup>.

Na dynamikę kredytów mieszkaniowych wpłynęły niższe stopy procentowe, wzrost dochodów ludności, czynniki demograficzne i deregulacja rynków finansowych

<sup>21</sup> *Housing Finance in the Euro Area*, Task Force of the MPC of the ESBC, ECB, Occasional Paper Series, No 101, 2009.

<sup>22</sup> W niektórych krajach zniesiono również wymogi regulacyjne dla banków w zakresie limitów obowiązkowego utrzymywania w portfelach kredytowych bonów skarbowych, co uwolniło środki na kredyty mieszkaniowe.

Tabela 1. Aktywa, majątek i zadłużenie gospodarstw domowych w 2007 roku

	Aktywa niefinanso- we	Aktywa finanso- we brutto	Majątek finanso- wy netto	Dług wobec MIF	Dług z tytułu kredytów mieszkaniowych wobec MIF	Stopa wzrostu kredytów mieszkanio- wych 1999–2007 (%)	Nominalna stopa wzrostu cen miesz- kaniowych 1999–2007 (%)	Wzrost populacji 1999– 2007 (%)
	jako % PKB							
Belgia	n.a.	248,8	199,8	44,3	35,8	11,5	9,5	0,48
Niemcy	216,5	188,4	124,5	58,7	40,0	3,0	-0,4	0,03
Irlandia	n.a.	163,6	60,1	90,5	73,9	23,4	11,1	1,85
Grecja	n.a.	139,4	85,8	43,6	30,3	30,3	9,1	0,33
Hiszpania	580,3	182,1	93,2	82,7	61,5	19,8	11,9	1,47
Francja	350,1	188,8	126,3	47,4	35,0	10,1	10,3	0,65
Włochy	362,9	240,9	192,8	34,7	21,8	20,3	6,3	0,52
Cypr	n.a.	229,0	125,6	103,5	44,6	29,9	13,0	1,73
Luksemburg	n.a.	n.a.	n.a.	77,7	40,7	14,1	10,5	1,32
Malta	n.a.	n.a.	n.a.	53,3	37,1	18,0	8,2	0,69
Holandia	252,8	265,6	145,6	97,7	89,4	13,4	8,1	0,44
Austria	n.a.	167,8	114,4	45,6	24,9	13,2	1,2	0,50
Portugalia	215,2	220,6	120,5	85,9	69,4	14,9	3,3	0,53
Słowenia	n.a.	108,7	79,5	19,8	7,7	49,6	11,7	0,22
Finlandia	n.a.	119,9	65,9	48,2	34,6	14,0	5,7	0,29
<b>Strefa euro</b>	<b>-</b>	<b>200,5</b>	<b>133,0</b>	<b>57,1</b>	<b>41,5</b>	<b>10,4</b>	<b>6,1</b>	<b>0,55</b>

Źródło: *Housing Finance in the Euro Area*, Task Force of the MPC of the ESBC, op. cit.

Wzrost kredytów hipotecznych powyżej średniego poziomu strefy euro był widoczny w krajach UE zamykających tzw. lukę rozwojową

W latach 1999–2007 utrzymywały się znaczące różnice zarówno w dynamice, jak i w warunkach udzielania kredytów mieszkaniowych w strefie euro (Tabela 1 i Tabela 2). Wzrost kredytów hipotecznych powyżej średniego poziomu strefy euro był widoczny w krajach UE zamykających tzw. lukę rozwojową (tj. w Irlandii, Grecji i Hiszpanii), a także w nowo przyjętych krajach strefy euro (na Cyprze i w Słowenii). Za wyjątkiem Słowenii, gdzie rozwój kredytów hipotecznych rozpoczął się z relatywnie niskiego poziomu, w pozostałych krajach rozwojowi akcji kredytowej towarzyszyło narastające zadłużenie gospodarstw domowych wobec monetarnych instytucji kredytowych (MIF), które znacząco przekraczało średni poziom długu dla całej strefy euro w 2007 roku (za wyjątkiem Grecji).

Lokalne nierównowagi na rynkach nieruchomości zagrażały zrównoważonemu rozwojowi gosp. oraz stabilności fin. w niektórych krajach strefy euro

Ceny nieruchomości rosły w umiarkowanym tempie w strefie euro (średnio o 6,1% między 1999 i 2007 rokiem) i dlatego nie stanowiły głównego obszaru ryzyka dla polityki pieniężnej EBC<sup>25</sup>. Najniższe wskaźniki lub nawet spadki cen zanotowano w Niemczech, Austrii i Portugalii. Narastały natomiast lokalnie nierównowagi na rynkach nieruchomości, które zagrażały perspektywie szybkiego i zrównoważo-

<sup>25</sup> Giavazzi i Giovannini sugerują, że w ostatnich latach wiele krajów doświadczyło pułapki niskich stóp procentowych. Banki centralne, które koncentrowały się na bezpośrednim celu inflacyjnym poświęcały zbyt mało uwagi niestabilnościom systemów finansowych. Odzwierciedleniem tego zjawiska były zbyt niskie stopy procentowe, które sprzyjały podejmowaniu przesadnego ryzyka na rynkach finansowych i zwiększały prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysów płynnościowych. Kryzysy wymagały dalszego utrzymywania niskich stóp procentowych, aby podtrzymać funkcjonowanie systemu finansowego (vide: F. Giavazzi, A. Giovannini, *The Low-Interest-Rate Trap*, VOX, 19 July 2010, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5309>).

nego rozwoju gospodarczego oraz stabilności finansowej w niektórych krajach strefy euro<sup>24</sup>. Zjawisko to było widoczne zwłaszcza w Irlandii i Hiszpanii, gdzie średnioroczne stopy wzrostu cen nieruchomości utrzymywały się powyżej 11% w latach 1999–2007.

Tabela 2. Charakterystyka kredytów mieszkaniowych w strefie euro w 2007 roku

	Procentowy udział kredytów o zmiennej stopie procentowej w kredytach ogółem	Przeciętna zapadalność kredytu (lata)	Typowy wskaźnik LtV dla osoby kupującej pierwsze mieszkanie	Maksymalna stawka podatku od zysków kapitałowych
Belgia	10%	20	80%	16,5%
Niemcy	15%	25-30	70%	45%
Irlandia	67%	31-35	83%	20%
Grecja	28%	15-20	73%	n.a.
Hiszpania	91%	30	72,50%	18%
Francja	15%	19	91%	16%
Włochy	47%	22	65%	20%
Cypr	n.a.	20-25	80%	20%
Luksemburg	90%	20+	87%	38,95%
Malta	85%	30-40	63%	12%
Holandia	18%	30	101%	n.a.
Austria	61%	30	84%	50%
Portugalia	99%	30-40	71%	42%
Słowenia	80%	20+	65%	20%
Finlandia	96%	20-25	81%	28%
<b>Strefa euro</b>	<b>43%</b>	<b>-</b>	<b>79%</b>	<b>-</b>

Źródło: *Housing Finance in the Euro Area*, Task Force of the MPC of the ESBC op. cit.

Charakterystyczne tendencje zachodzące w segmencie kredytów hipotecznych udzielanych w krajach strefy euro to: (I) wzrost wskaźników *loan-to-value* (LtV), (II) wydłużenie zapadalności tych kredytów, (III) wprowadzenie bardziej elastycznych form spłaty kredytów. Utrzymywało się natomiast duże zróżnicowanie w preferowanej stopie, po której te kredyty były udzielane. Udział kredytów o zmiennej stopie procentowej wahał się między 10% w Belgii a 99% w Portugalii w 2007 roku (Tabela 2). Różnice mają w pewnym stopniu charakter historyczny, kulturowy i instytucjonalny związany z różnym stopniem ochrony konsumenta (odzwierciedlonym na przykład w procedurach przejęcia lub ogłoszenia upadłości), wsparcia rządowego dla pożyczkobiorców, jak i odmiennych regulacji w zakresie listów zastawnych (*covered bonds*) czy sekurytyzacji pożyczek. Warto podkreślić, że znaczenie sekurytyzacji w finansowaniu akcji kredytowej znacząco wzrosło w ostatnich latach<sup>25</sup>. Rosnąca rola sekurytyzacji w finansowaniu banków, korzystniejsze warunki finansowania akcji kredytowej, jak i możliwe niedoszacowania ryzyk mogły prowadzić do rozluźnienia standardów kredytowych między 2003 a 2007 rokiem.

Różnice w tendencjach na rynku kredytowym mają w pewnym stopniu charakter historyczny, kulturowy i instytucjonalny

<sup>24</sup> A. Aheorne, J. Delgado, J. von Weizsäcker, *How to Prick Local Housing Bubbles in a Monetary Union: Regulation and Countercyclical Taxes*, 27 June 2008, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1272>.

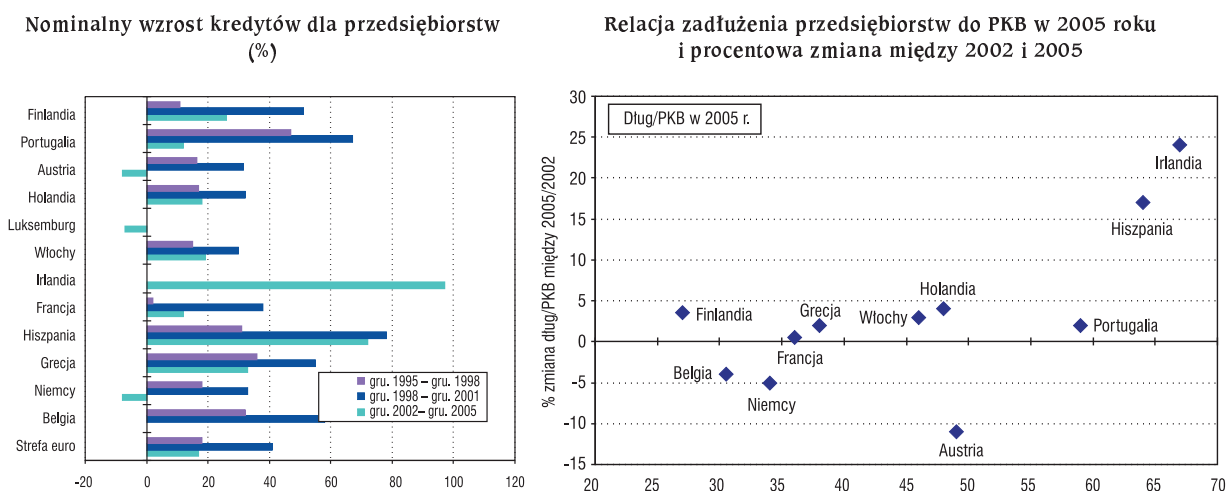
<sup>25</sup> Sekurytyzacja odegrała istotną rolę w kreacji taniego i obfitego kredytu, dostarczając bankom strefy euro dodatkowych źródeł finansowych. Jako narzędzie transferu ryzyka, stanowiła katalizator ekspansji kredytowej dzięki oczyszczaniu bilansu banków, tj. poprzez usuwanie niewygodnych aktywów z bilansu banków.

<p>Utrzymywały się różnice w oprocentowaniu kredytów hipotecznych</p>	<p>Zwiększona konkurencja na rynkach finansowych doprowadziła do zmniejszenia się różnic w oprocentowaniu kredytów mieszkaniowych w krajach strefy euro. Tym niemniej, utrzymywały się różnice w oprocentowaniu kredytów hipotecznych, w dużej mierze wynikające ze wspomnianych wcześniej odmiennych warunków udzielania kredytów (preferowanych stóp procentowych) lub braku harmonizacji przepisów prawnych.</p>
<p>Dynamiczny rozwój rynków nieruchomości przyczynił się do narastania nierównowag zewnętrznych</p>	<p>Dynamiczny rozwój rynków nieruchomości przyczynił się również do narastania nierównowag zewnętrznych (mierzonych skalą deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego) między krajami strefy euro w ciągu ostatniej dekady. Sektor budowlany potęgował różnice w tempach wzrostu popytu krajowego w poszczególnych krajach, wykorzystując zróżnicowane poziomy realnych stóp procentowych i niejednorodne tempa pogłębiania integracji finansowej. W niektórych krajach ekspansji sektora budowlanego towarzyszyły niepokojące tendencje w postaci odwrócenia zasobów produkcyjnych od sektorów eksportowych i wspomnianego wcześniej niestabilnego wzrostu cen nieruchomości.</p>
<p>Dostosowania wymuszone światową recesją skutkowały wzrostem stóp bezrobocia w Hiszpanii i Irlandii</p>	<p>W następstwie światowego kryzysu finansowego najsilniejsza korekta na rynku nieruchomości wystąpiła w tych krajach strefy euro, które charakteryzowały się znaczącymi wzrostami cen na rynkach nieruchomości jak i relatywną utratą konkurencyjności w ostatnich latach w stosunku do swoich partnerów handlowych (m.in. w Grecji, Hiszpanii i w mniejszym stopniu w Irlandii). W tych krajach wraz ze spadkiem cen nastąpił znaczący spadek aktywności sektora budownictwa. Dostosowania wymuszone ogólnoswiatową recesją gospodarczą zostały okupione wysokimi wzrostami stóp bezrobocia, szczególnie widocznymi w Hiszpanii i w Irlandii, gdzie w ostatnich latach wzrastał poziom strukturalnego bezrobocia. Z drugiej strony, najmniejsze dostosowania wystąpiły w Niemczech i w Portugalii, gdzie wzrost cen pozostawał słaby bądź ujemny. Spadek produkcji sektora budownictwa był łagodniejszy w tych krajach, które charakteryzowały się nadwyżką na rachunku obrotów bieżących (za wyjątkiem Finlandii).</p>

### 3.2 Kredyty dla przedsiębiorstw

<p>Przyspieszenie dynamiki kredytów w sektorze przedsiębiorstw nastąpiło dopiero po utworzeniu strefy euro</p>	<p>W odróżnieniu od tendencji zachodzących w segmencie kredytów dla gospodarstw domowych, istotne przyspieszenie dynamiki kredytów w sektorze przedsiębiorstw nastąpiło po utworzeniu strefy euro (<i>Rysunek 7</i>). Wprawdzie pod koniec lat 90. odnotowano wzrost inwestycji przedsiębiorstw finansowanych kredytami, jednak korekta cen na rynkach kapitałowych w 2000 roku spowodowała spadek majątku przedsiębiorstw (<i>net financial wealth</i>) i uruchomiła konsolidację bilansów firm. Z tego względu nastąpiło spowolnienie akumulacji kapitału przedsiębiorstw w strefie euro od 2001 roku.</p>
<p>Zmiany w poziomie zadłużenia przedsiębiorstw były mniej głębokie niż w sektorze gospodarstw domowych</p>	<p>Zmiany w poziomie zadłużenia przedsiębiorstw były również mniej głębokie niż w sektorze gospodarstw domowych. Konsolidacja bilansów przedsiębiorstw uruchomiła proces restrukturyzacji długu w okresie historycznie korzystnych warunków finansowych. Malejące stopy procentowe i wydłużone terminy zapadalności kredytowej ułatwiały spłatę zadłużenia. Warto zauważyć, że kwota oprocentowania netto płacona bankom zmniejszyła się z 1,8% PKB w 2003 roku</p>

Rysunek 7. Zmiana poziomu zadłużenia i wolumenu kredytów dla przedsiębiorstw



Źródło: na podstawie danych Komisji Europejskiej i EBC, w: *The EU Economy: 2006 Review. Adjustment Dynamics in the Euro Area...*, op. cit.

do 1,5% PKB w 2005 roku, podczas gdy udział pożyczek i obligacji o dłuższym terminie zapadalności (powyżej 1 roku) wzrósł z 64% w 2001 roku do 68% w 2005 roku. Przedsiębiorstwa zakumulowały również znaczące ilości gotówki w czasie silnego wzrostu ich rentowności. W efekcie wzrosły depozyty przedsiębiorstw w rekordowej skali, w odróżnieniu od okresu przed 2000 rokiem, kiedy wzrost ich depozytów był marginalny.

Dostosowania przedsiębiorstw do nowych warunków pokryzysowych były dotychczas umiarkowane, za wyjątkiem korekt bilansowych występujących w przedsiębiorstwach w Hiszpanii i Grecji, a w ograniczonym stopniu również we Francji i w Słowenii. Standardową reakcją przedsiębiorstw na kryzys gospodarczy był równoczesny spadek inwestycji i wzrost oszczędności. W sytuacji kryzysu płynnościowego praktycznie niemożliwe było finansowanie ich działalności i rozwoju poprzez zaciągnięcie nowego kredytu czy emisję papierów wartościowych. Wymusiło to na przedsiębiorstwach ograniczenie nowych inwestycji i finansowanie działalności z własnych zysków (uzyskiwanych np. dzięki wyprzedaży zapasów). Równoczesne efekty ograniczenia inwestycji i zwiększenia oszczędności były widoczne w sektorze przedsiębiorstw Hiszpanii, Grecji i Francji. W innych krajach spadały tylko inwestycje ze względu na różne czynniki cykliczne (np. brak popytu, rosnącą niepewność, ograniczony dostęp do finansowania zewnętrznego), ale oszczędności nie wzrastały z uwagi na pogorszenie rentowności przedsiębiorstw.

Reakcją przedsiębiorstw na kryzys gospodarczy był równoczesny spadek inwestycji i wzrost oszczędności

W latach 2008–2009 kredyty dla przedsiębiorstw (podobnie jak dla gospodarstw domowych) istotnie zmniejszyły się w większości tych krajów strefy euro, które charakteryzowały się wysokimi defycytami na rachunku obrotów bieżących, a mniejszy spadek nastąpił w krajach z nadwyżką w obrotach bieżących<sup>26</sup>. Badania dowodzą, że przedsiębiorstwa strefy euro weszły w fazę światowej recesji z nawisem zadłużeniowym sięgającym 15%

Przedsiębiorstwa strefy euro weszły w fazę światowej recesji z nawisem zadłużeniowym sięgającym 15%

<sup>26</sup> *Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances*, op. cit.

sji gospodarczej z nawisem zadłużeniowym sięgającym 15%<sup>27</sup>. Kryzys finansowy uruchomił również silne spadki cen aktywów, które prowadziły do silnych wzrostów wskaźników lewarowania między krajami strefy euro, jak i wpłynął na ograniczenie potencjalnego wzrostu ich PKB. To może zwiększać obciążenia przedsiębiorstw związane z obsługą zadłużenia w relacji do oczekiwanych dochodów i wymuszać na nich dalszą redukcję długu. W tej sytuacji konieczność dokończenia dostosowań w bilansach przedsiębiorstw jest szczególnie istotna w krajach o zakumulowanej nierównowadze zewnętrznej, gdzie wskaźniki lewarowania są wysokie, a potencjalny PKB spada szybciej niż w innych krajach.

---

<sup>27</sup> C. K. Sorensen, D. Marques Ibanez, C. Rossi, *Modeling Loans to Non-financial Corporations in the Euro Area*, ECB Working Paper, No. 989, January 2009.



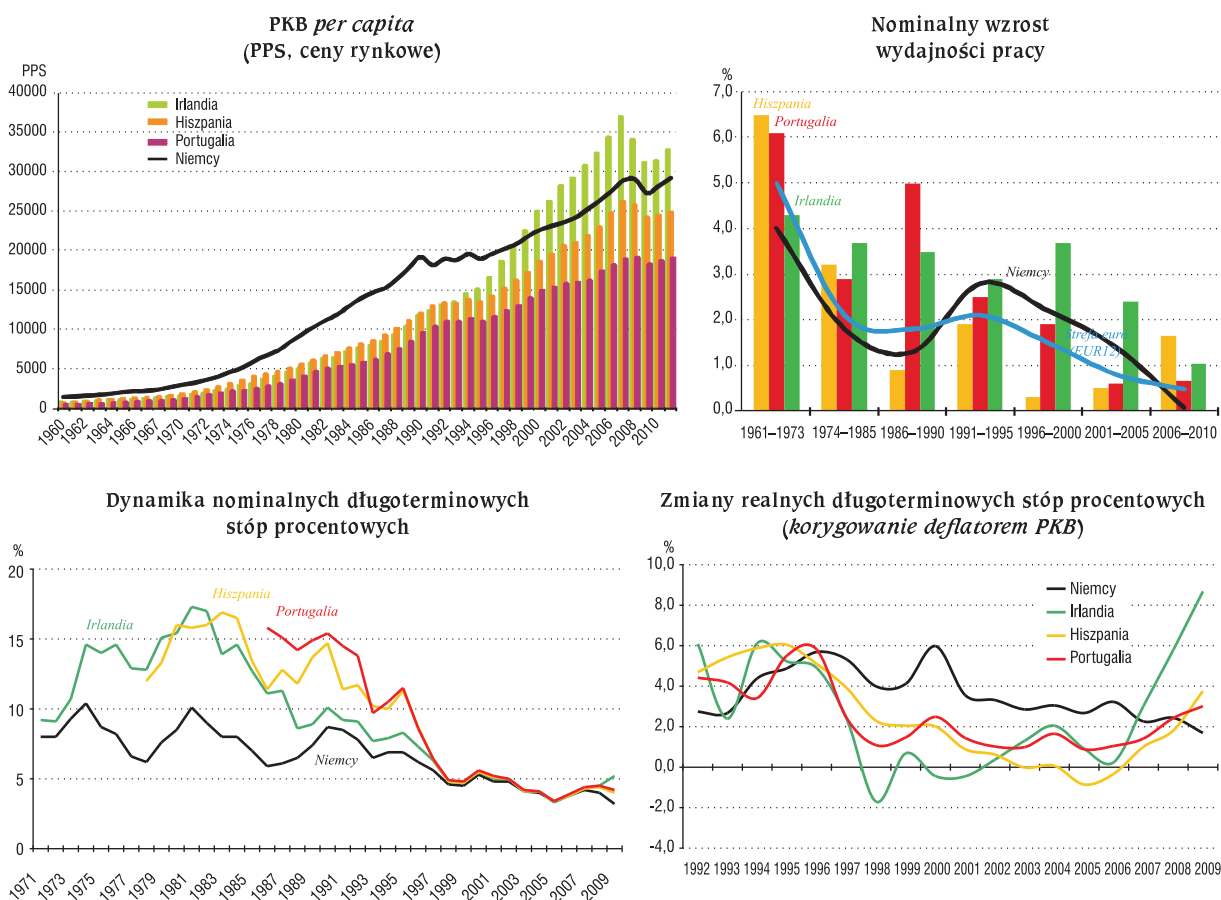
## 4. ROZWÓJ AKCJI KREDYTOWEJ A DOSTOSOWANIA W SFERZE REALNEJ

### 4.1 Charakterystyka procesu konwergencji EUR 3

W ciągu dwóch ostatnich dekad kraje EUR 3 dokonały znaczących postępów w procesie zamykania luki rozwojowej (realnej konwergencji) z rozwiniętymi gospodarkami strefy euro. W Irlandii poziom produktu krajowego brutto *per capita* mierzony z uwzględnieniem różnic w poziomach cen poszczególnych krajów (*wg parytetu siły nabywczej*) przekroczył poziom w Niemczech pod koniec lat 90., w Hiszpanii dystans znacząco się zmniejszył i jedynie w przypadku gospodarki portugalskiej tendencja ta była słabiej zarysowana w ostatnim dziesięcioleciu (*Rysunek 8*). Równocześnie następował proces dywergencji w zakresie tempa wzrostu wydajności pracy. Spośród trzech badanych krajów, stosunkowo najszybszy i najdłuższy dynamiczny wzrost wydajności pracy utrzymywał się w Irlandii. Proces ten wyhamował dopiero w połowie obecnej dekady. W Hiszpanii i Portugalii natomiast obniżenie tempa wzrostu wydajności pracy było zauważalne wcześniej, odpowiednio od połowy lat 90. i od początku tej dekady.

W ciągu dwóch ostatnich dekad kraje EUR 3 dokonały znaczących postępów w procesie zamykania luki rozwojowej

Rysunek 8. Wzrost PKB a spadek rentowności długoterminowych stóp procentowych w EUR 3 na tle Niemiec



Źródło: Baza danych AMECO, Komisja Europejska, Dyrekcja Generalna ds. ekonomicznych (DG ECFIN), kwiecień 2010 (szacunek dla 2009, prognoza dla 2010).

W drugiej połowie lat 90. integracji gospodarczej i walutowej towarzyszyła nominalna konwergencja krajów UE

W drugiej połowie lat 90. integracji gospodarczej i walutowej (UGW) towarzyszył znaczący postęp w procesie nominalnej konwergencji krajów UE, warunkujący przystąpienie do strefy euro. Obniżenie inflacji i poprawa stabilności finansów publicznych wpływały pozytywnie na spadek kosztów odsetkowych od pożyczek zaciąganych za granicą (dzięki niższym premiom za ryzyko kraju). W reakcji na poprawę polityk makroekonomicznych i ograniczenie zmienności kursowej spadły również realne stopy procentowe w mniej zamożnych krajach. Zasadnicze dostosowania nastąpiły podczas drugiego etapu UGW, kiedy rentowności 10-letnich obligacji skarbowych spadły o około 8 p.p. w Grecji, Portugalii, Hiszpanii i Włoszech, a dysparytet stóp procentowych w stosunku do bogatszych krajów strefy euro spadł z około 5,5 p.p. do niemal zera. Realne stopy procentowe obniżyły się o około 5–6 p.p. i spadły poniżej poziomu bogatszych krajów strefy w latach 2000–2008 (*Rysunek 8*).

Na tempo wzrostu gospodarczego krajów strefy euro wpływają głównie eksport netto lub popyt krajowy

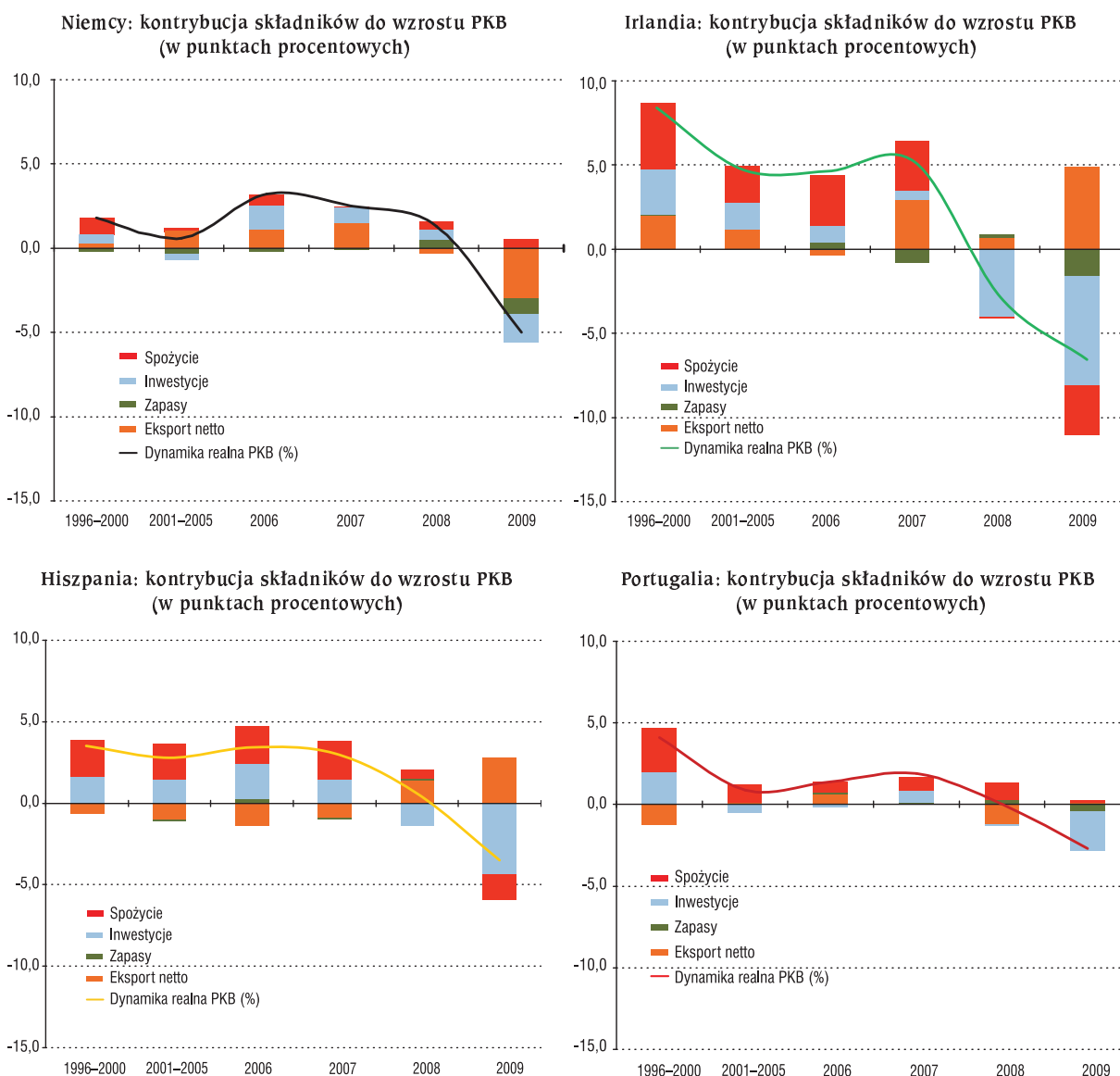
Kraje strefy euro można podzielić na trzy podstawowe grupy pod względem czynników determinujących ich tempo wzrostu gospodarczego (*Rysunek 9* i *Rysunek 10*)<sup>28</sup>:

*grupa pierwsza:* reprezentowana przez Niemcy, gdzie sektor zewnętrzny (eksport netto) był głównym motorem wzrostu gospodarczego, wspomaganym procesem dezinflacji i systematycznego wzrostu konkurencyjności kosztowo-płacowej. Rozwojowi gospodarki Niemiec towarzyszył silny spadek relatywnych jednostkowych kosztów pracy i poziomu cen (włączając ceny nieruchomości). Było to efektem działań dostosowawczych wprowadzonych po okresie boomu wywołanego zjednoczeniem Niemiec (polegających m.in. na powrotnym przesunięciu zasobów wytwórczych z sektora budownictwa do sektorów podlegających wymianie międzynarodowej). Skutkiem ubocznym tych dostosowań było natomiast stłumienie popytu krajowego, który nie przejął dominującej roli stymulatora wzrostu gospodarczego w momencie wystąpienia negatywnego szoku zewnętrznego.

*grupa druga:* reprezentowana przez Irlandię, Hiszpanię i Grecję, gdzie proces realnej konwergencji był stymulowany wzrostem popytu krajowego, który stał się głównym motorem wzrostu gospodarczego. Eliminacja ryzyka kraju po wprowadzeniu euro zniosła praktycznie bariery podażowe w dostępie do oszczędności zagranicy, wykorzystywane do podnoszenia poziomu życia ludności i zaspokajania zwiększonych potrzeb inwestycyjnych przedsiębiorstw, co sprzyjało narastaniu deficytów na rachunku obrotów bieżących. Ponadto, w wyniku silnego spadku stóp procentowych i związanego z tym wzrostu realnych cen nieruchomości, wysokiemu wzrostowi gospodarczemu sprzyjał dynamiczny rozwój budownictwa mieszkaniowego i wzrost podaży siły roboczej, który nie był jednak w stanie zrekomensować silnej presji popytowej na rynku pracy. W efekcie, pomimo rosnącej konkurencji na jednolitym rynku UE, następował relatywnie szybki wzrost płac, prowadzący do wzrostu relatywnych jednostkowych kosztów pracy.

<sup>28</sup> EMU@10. *Successes and Challenges after ten years of Economic and Monetary Union*, European Economy 2/2008, European Commission.

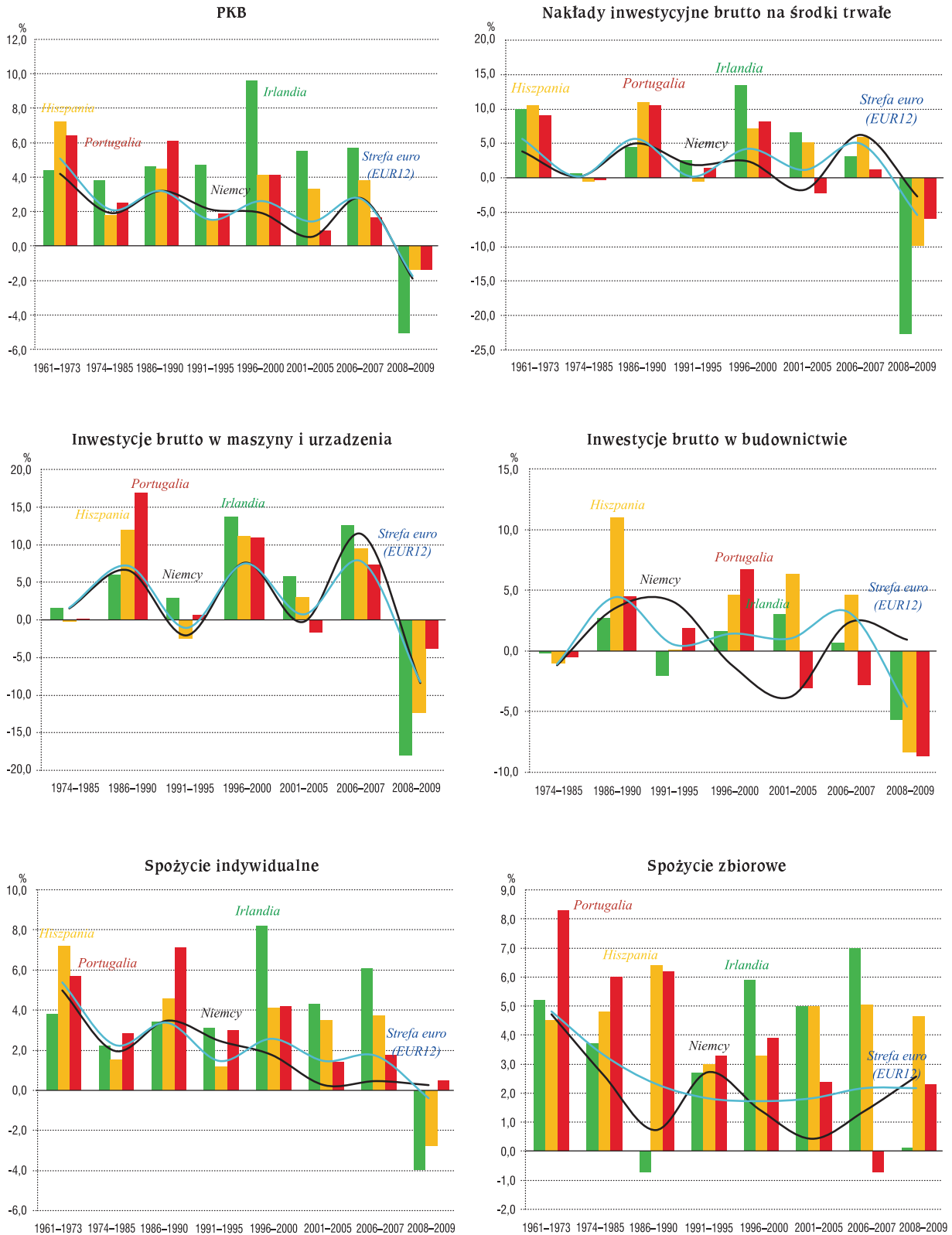
Rysunek 9. Kontrybucja wybranych składników do wzrostu realnego PKB



Źródło: obliczenia na podstawie: *Statistical Annex of European Economy*, Spring 2010, DG ECFIN.

*grupa trzecia:* to kraje takie jak Włochy i Portugalia, gdzie zarówno popyt krajowy jak i eksport netto pozostawały na względnie niskim poziomie w ciągu ostatniej dekady, przy czym w przypadku Portugalii spowolnienie gospodarcze nastąpiło po okresie boomu zakończonym w 2001 roku. W wyniku ujawnienia słabości w zakresie dostosowań w sferze polityk fiskalnych i strukturalnych w tych krajach, przez dłuższy czas występowała tutaj wyższa inflacja niż w całej strefie euro i słaby wzrost gospodarczy. Odnotowano równocześnie słaby wzrost wydajności pracy i czynników produkcji, a pozycja konkurencyjna tych krajów pogorszyła się wobec partnerów handlowych. Przykładowo, niska konkurencyjność cenowa produktów portugalskich, wynikająca m.in. z nadmiernego wzrostu kosztów pracy i prawdopodobnie

Rysunek 10. Realna dynamika PKB, inwestycji i spożycia



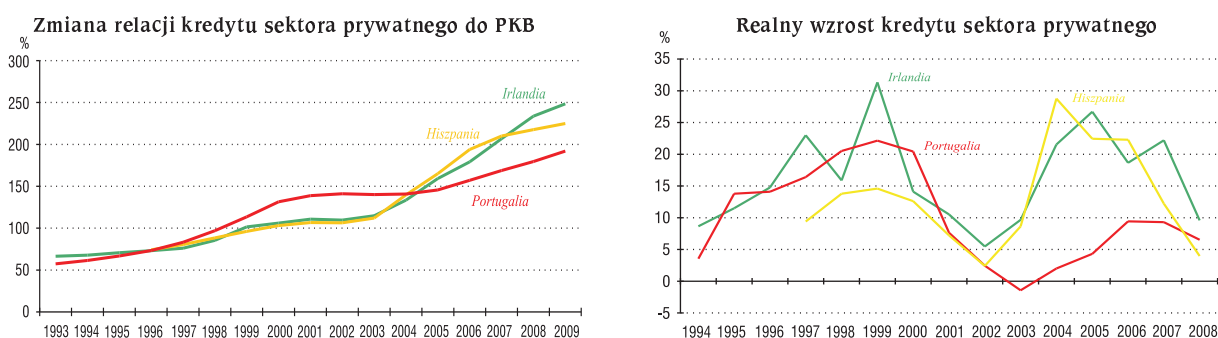
Źródło: obliczenia na podstawie: *Statistical Annex of European Economy*, Spring 2010, DG ECFIN.

przewartościowanego poziomu kursu konwersji<sup>29</sup>, powodowała, że producentom portugalskim trudniej było dokonać realokacji rynków zbytu z krajowego na zagraniczny. W rezultacie, pomimo znaczącego spadku dynamiki popytu krajowego, deficyt na rachunku obrotów utrzymywał się na wysokim poziomie.

Przyspieszenie procesu konwergencji w EUR 3 nastąpiło od połowy lat 90., kiedy w wyniku podjętych przygotowań do wprowadzenia euro nastąpiło zmniejszenie różnicowania rentowności długoterminowych stóp procentowych, co w powiązaniu z rozwojem rynków finansowych doprowadziło do obniżenia kosztów pozyskiwania kapitału. Jednocześnie zwiększenie finansowania działalności bankowej na rynku międzybankowym sprzyjało prowadzeniu procyklicznej polityki kredytowej (Rysunek 11) w warunkach silnie akomodacyjnej polityki pieniężnej i ograniczonej efektywności nadzoru finansowego. W rezultacie, sprzyjające warunki dla finansowania rozwoju gospodarczego, jakie niosła ze sobą integracja walutowa, zostały w niektórych krajach nadmiernie wykorzystane do gwałtownego zwiększenia zadłużenia gospodarstw domowych i narastania boomów kredytowych<sup>30</sup>.

Zwiększenie finansowania działalności bankowej na rynku międzybankowym sprzyjało prowadzeniu procyklicznej polityki kredytowej

Rysunek 11. Realny wzrost kredytu dla sektora prywatnego w EUR 3



Źródło: Kredyty – banki centralne EUR 3, PKB – Komisja Europejska.

W drugiej połowie lat 90. oczekiwane przystąpienie Portugalii do strefy euro sprzyjało silnemu uzależnieniu dynamiki kredytów od sektora gospodarstw domowych, podczas gdy w Irlandii przedsiębiorstwa były głównym źródłem ekspansji kredytowej. Jednak w latach 2002–2005 Irlandia doświadczyła drugiego boomu kredytowego. W odróżnieniu od wcześniejszych doświadczeń związanych z konwergencją stóp, tym razem gospodarstwa domowe były głównym motorem ekspansji kredytowej (nominalna wartość kredytów do gospodarstw domowych wzrosła o prawie 100%). Kredyty mieszkaniowe były w dużym stopniu odpowiedzialne za ekspansję kredytową. W latach 2002–2005 Irlandia doświadczyła nominalnego wzrostu kredytów mieszkaniowych o 115%. Podobne tempa wzrostu obserwowano w Grecji i Hiszpanii.

W l. 2002–2005 Irlandia doświadczyła drugiego boomu kredytowego

<sup>29</sup> Przykładowo Hansen i Roeger szacują, że kurs konwersji portugalskiego escudo na euro był zawyżony o 40% (vide: J. Hansen, W. Roeger, *Estimation of Real Equilibrium Exchange Rates*, Economic Papers No. 144, European Commission, September 2000).

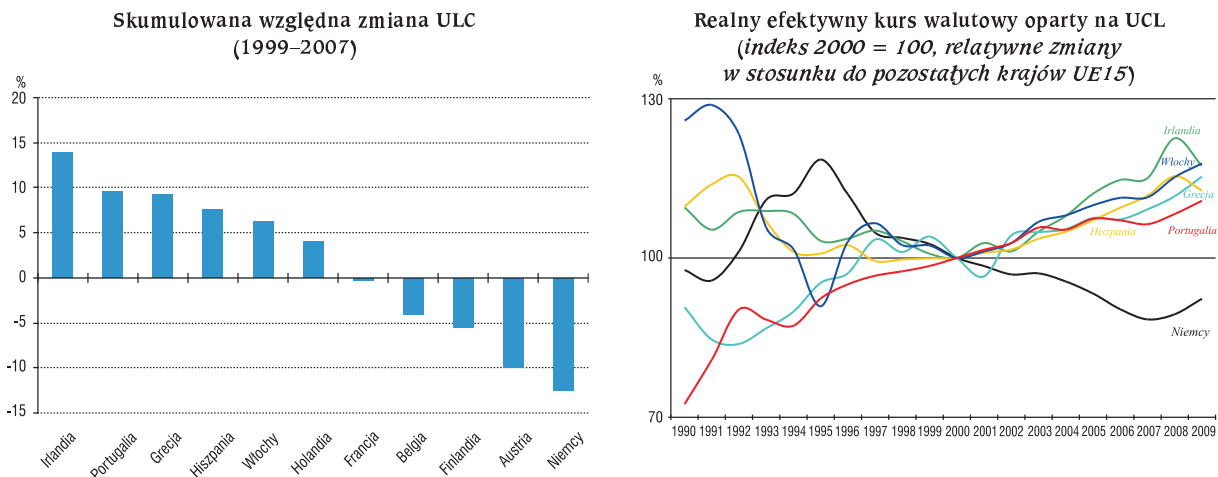
<sup>30</sup> EMU@10. *Successes and Challenges after ten years of Economic and Monetary Union*, op. cit.

## 4.2 Przyczyny osłabienia międzynarodowej konkurencyjności EUR 3

W niektórych krajach wraz ze wzrostem gospodarczym silnie wzrosły jednostkowe koszty pracy

Proces realnej konwergencji sprzyjał nie tylko utrzymywaniu się różnic w stopach wzrostu gospodarczego, lecz również w stopach inflacji między krajami strefy euro. Różnice te wynikały jednak w dużej mierze z dostosowań w poziomach konkurencyjności kosztowo-płacowej, odzwierciedlonych w zmianach poziomów realnych efektywnych kursów walutowych (REER – *Rysunek 12*). Przy braku możliwości oddziaływania w warunkach integracji walutowej na szoki idiosynkratyczne za pomocą zmian nominalnych bilateralnych kursów walutowych, ciężar dostosowań był uzależniony od stopnia elastyczności cen i płac w poszczególnych krajach strefy euro. Jednak w niektórych krajach wraz ze wzrostem gospodarczym silnie wzrosły jednostkowe koszty pracy (ULC – *Rysunek 12* i *Rysunek 13*) na skutek silnego wzrostu popytu na pracę i związanej z tym presji płacowej, co w sytuacji pojawienia się negatywnych szoków sprawiało, że realny efektywny kurs walutowy pozostawał przewartościowany (*Tabela 4*) i ograniczał możliwości łagodnego wychodzenia z kryzysu.

Rysunek 12. Relatywna zmiana konkurencyjności w wybranych krajach strefy euro



Źródło: Baza danych AMECO, Komisja Europejska, Dyrekcja Generalna ds. Ekonomicznych i Finansowych

Gdy Niemcy poprawiały swoją konkurencyjność, Irlandia, Hiszpania czy Portugalia ją traciły

W strefie euro wystąpił proces dywergencji poziomów konkurencyjności kosztowo-płacowych w ostatnich latach (mierzonych zmianami REER opartymi na ULC – *Rysunek 12*). Innymi słowy, podczas gdy Niemcy poprawiały swoją konkurencyjność, to takie kraje jak Irlandia, Hiszpania czy Portugalia ją traciły w wyniku pojawienia się wspomnianych we wprowadzeniu sprzężeń zwrotnych między spadkiem realnych stóp procentowych i niezrównoważonym wzrostem akcji kredytowej w warunkach integracji walutowej.

W mniej zamożnych krajach strefy euro rosła luka między poziomem krajowych oszczędności i inwestycji

Dywergencja w poziomach konkurencyjności odzwierciedlała narastające nierównowagi makroekonomiczne w mniej zamożnych krajach strefy euro, w szczególności rosnącą lukę między poziomem krajowych oszczędności i inwestycji, mierzonych skalą deficytu obrotów bieżących (*Rysunek 14*)<sup>51</sup>. Wysokiej dynamice akumulacji kapitału w tych krajach towarzyszył znaczący wzrost zobowiązań wobec zagranicy. W wyniku tego narastały ujemne wartości aktywów zagranicznych netto, sięgające nawet 100% PKB w 2008 roku, co było odzwierciedleniem

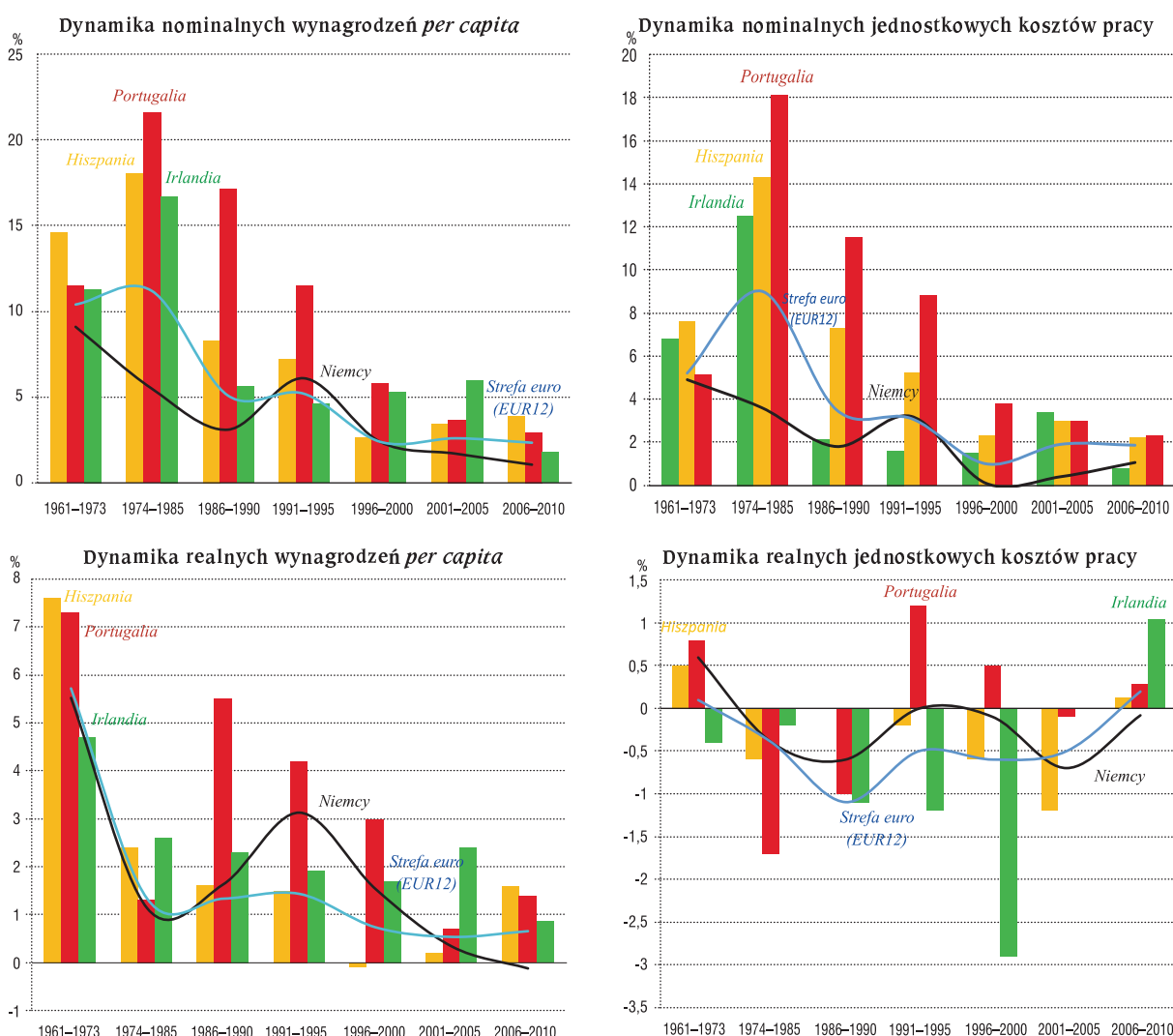
<sup>51</sup> *Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances*, op. cit.

rosnących potrzeb pożyczkowych poszczególnych sektorów instytucjonalnych (Tabela 3). O ile poprawa warunków dostępu do kapitału zagranicznego była korzystna dla finansowania inwestycji niwelujących poziom luki rozwojowej, to efektem ubocznym zwiększonego dostępu do taniego kapitału było narastanie nierównowag wewnętrznych w niektórych krajach w postaci nadmiernej akcji kredytowej i powstawanie bąbli spekulacyjnych na rynku nieruchomości.

Integracja walutowa poprawiła wprawdzie warunki dostępu do finansowania zewnętrznego, chociaż nie przyczyniła się do ich optymalnego i zrównoważonego wykorzystania (co w dużej mierze jest domeną wewnętrznym polityk krajowych). W rezultacie, w niektórych krajach inwestycje trafiały głównie do sektorów mniej wydajnych, nie podlegających konkurencji międzynarodowej (zwłaszcza budownictwa)<sup>32</sup>. Mimo że rosły oszczędności sektora publicznego w większości tych krajów, to były niewystarczające do zrównoważenia silnego spadku oszczędności prywatnych.

Integracja poprawiła warunki dostępu do kapitału, ale nie przyczyniła się do ich optymalnego wykorzystania

Rysunek 13. Zmiana konkurencyjności krajów EUR 3 w ostatnich latach



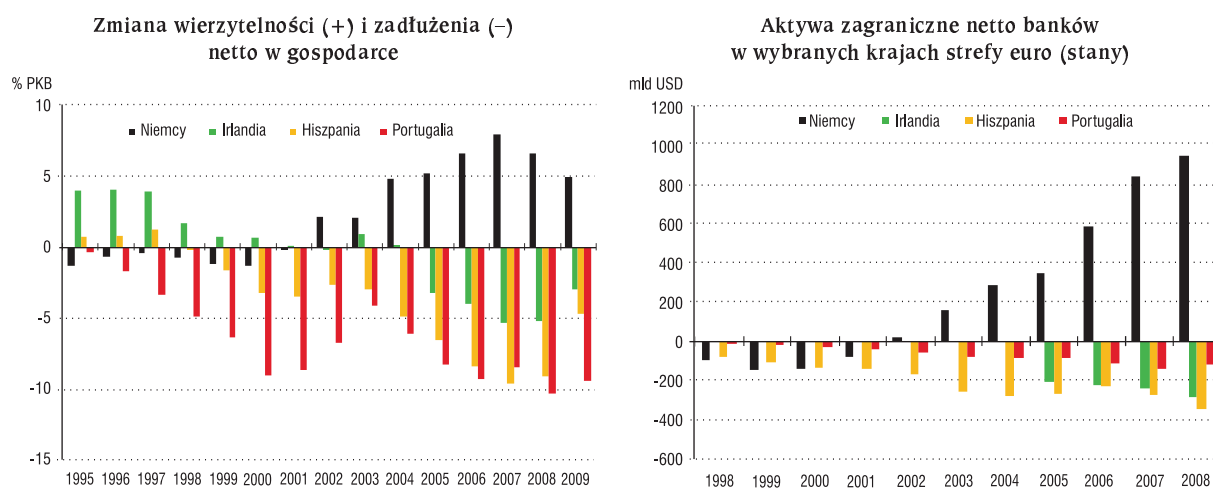
Źródło: *Statistical Annex of European Economy*, Spring 2010, DG ECFIN; (szacunek dla 2010).

<sup>32</sup> W latach 2003–2007 kredyty dla przedsiębiorstw sektora budowlanego stanowiły prawie 60% wszystkich kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych w strefie euro (vide: *Finansowanie i pozycja finansowa przedsiębiorstw*, Biuletyn miesięczny EBC, grudzień 2009).

Efektywność wykorzystania inwestycji w celach prorozwojowych ograniczały nieelastyczne rynki czynników produkcji

Efektywność wykorzystania inwestycji w celach prorozwojowych była w różnych krajach w różnym stopniu ograniczona ze względu na nieelastyczne rynki czynników produkcji. Dotyczyło to zwłaszcza tych krajów, w których odpowiednio wcześniej nie podjęto wysiłku dostosowań strukturalnych na rynkach pracy i produktów (skutkujących m.in. utrzymywaniem się nieelastycznych płac), a niekiedy także prowadzono zbyt łagodną politykę fiskalną. Badania ekonomistów MFW potwierdzają, że za długookresowy wzrost deficytów obrotów bieżących w słabiej rozwiniętych południowych krajach strefy euro odpowiadają głównie spadek stopy oszczędności i wzrost wskaźników obciążenia demograficznego osobami w wieku nieprodukcyjnym (*dependency ratio*)<sup>35</sup>.

Rysunek 14. Skala narastania nierównowagi zewnętrznej w EUR 3



Źródło: lewy wykres – dane Komisja Europejska; prawy wykres – obliczenia własne na podstawie danych MFW (IFS).

Tabela 3. Zmiana potrzeb pożyczkowych netto sektorów instytucjonalnych w latach 2007–2009 (w punktach procentowych PKB)

	Potrzeby pożyczkowe netto					Oszczędności brutto					Inwestycje brutto				
	Prywatne					Prywatne					Prywatne				
	Gosp. dom.	Przeds.	Pryw. ogółem	Rząd	Razem	Gosp. dom.	Przeds.	Pryw. ogółem	Rząd	Razem	Gosp. dom.	Przeds.	Pryw. ogółem	Rząd	Razem
Niemcy	0,0	-0,4	-0,4	-3,5	-4,0	0,5	-2,4	-1,9	-3,0	-4,9	0,6	-1,8	-1,2	-0,1	-1,3
Irlandia	12,4	0,4	12,7	-12,7	0,0	5,4	-3,2	2,2	-12,6	-10,5	-6,9	-3,6	-10,4	0,0	-10,4
Grecja	-4,1	16,2	12,1	-8,8	3,3	-8,3	14,9	6,6	-6,4	0,2	-4,5	-1,3	-5,8	0,0	-5,7
Hiszpania	9,8	8,4	18,2	-13,1	5,1	6,0	4,6	10,6	-12,6	-2,0	-3,6	-3,6	-7,2	1,1	-6,1
Portugalia	3,3	1,9	5,3	-5,2	0,0	2,0	-1,2	0,8	-5,2	-4,4	-1,0	-3,4	-4,4	1,3	-3,1

Źródło: *Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances*, op. cit.

<sup>35</sup> Od połowy lat 90. saldo obrotów bieżących znacząco się pogorszyło w krajach południa strefy euro (Cypr, Grecja, Włochy, Malta, Portugalia, Słowenia i Hiszpania). W odróżnieniu od krajów północy (Austrii, Belgii, Finlandii, Francji, Niemiec, Irlandii, Luksemburgu i Holandii), które systematycznie budowały nadwyżki na rachunku bieżącym, w krajach południa ujemne saldo narastało do poziomu około 10% PKB (vide: F. Jaumotte, P. Sodsriwiboon, *Current Account Imbalances in the Southern Euro Area*, op. cit.).



Chociaż w warunkach integracji walutowej dostosowania do nowych poziomów równowagi realnych kursów walutowych przebiegały względnie łagodnie w większości krajów, to w niektórych przypadkach nie uniknięto ryzyka związanego z ich przewartościowaniem<sup>34</sup>. Tabela 4 przedstawia szacunki ekonomistów Komisji Europejskiej (DG ECFIN), dotyczące skali zmian w saldach obrotów bieżących, wynikających ze stopnia koniecznych dostosowań w poziomach realnego efektywnego kursu walutowego. Wyniki potwierdzają zarówno przewartościowanie rzeczywistych poziomów REER w czterech krajach EUR (w największym stopniu w Grecji, a w najmniejszym w Irlandii), jak i potrzebę przeprowadzenia dostosowań strukturalnych służących poprawie konkurencyjności kosztowo-płacowej tych krajów<sup>35</sup>.

Potrzebne jest przeprowadzenia dostosowań strukturalnych służących poprawie konkurencyjności kosztowo-płacowej

Tabela 4. Ocena skali potrzebnych dostosowań rachunku obrotów bieżących w celu poprawy konkurencyjności na podstawie oszacowań kursów równowagi

	Faktyczny rachunek bieżący (% PKB, 2008)	Rachunek bieżący w równowadze (% PKB, 2008)	CAN Rachunek bieżący - unormowany (% PKB, 2008)	NFAS Rachunek bieżący stabilizujący NFA (% PKB, 2008)	2008		2009	
					Szacowany poziom prze-/niedowartościowania kursu (%)	Szacowany poziom prze-/niedowartościowania kursu (%)	CAN	NFAS
					CAN	NFAS	CAN	NFAS
Niemcy	6,6	7,3	-1,2	0,4	-11,3	-9,1	-5,1	-3,1
Irlandia	-5,1	-8,8	-0,5	-0,2	5,9	6,1	5,6	6,2
Grecja	-13,8	-13,7	-6,6	-5,3	16,8	20,0	7,2	13,7
Hiszpania	-9,5	-10,4	-3,5	-2,7	14,6	16,2	6,4	12,2
Portugalia	-12,1	-12,9	-5,3	-2,1	13,5	19,3	10,6	18,5

Wyjaśnienia do Tabeli 4:

Szacunki skali potrzebnych dostosowań salda obrotów bieżących w krajach strefy euro są kalkulowane jako zmiany w poziomie realnego efektywnego kursu walutowego (REER) niezbędne do zamknięcia luki między poziomem salda obrotów bieżących w równowadze i jego poziomem podstawowym (underlying), który jest faktyczną wielkością salda obrotów bieżących skorygowaną o wpływ cyklu koniunkturalnego (luki popytowej) oraz historyczne zmiany w poziomie REER. Wymagane dostosowania kursu walutowego są szacowane za pomocą specyficznych dla kraju elastyczności między saldem obrotów bieżących i REER. Wykorzystano dwie metody szacowania wielkości salda obrotów bieżących w równowadze:

*Unormowane saldo obrotów bieżących (CAN):* jest to szacunek poziomu rachunku bieżącego, który wynika wyłącznie z kształtowania się zmiennych fundamentalnych gospodarki i utrzymywałby się w średnim lub długim okresie. W praktyce saldo to jest uzależnione od zmian determinant krajowych stóp oszczędności i inwestycji. Zależność między saldem rachunku bieżącego i zmiennymi fundamentalnymi jest estymowana na podstawie badania panelowego dla dużej grupy krajów rozwiniętych oraz rozwijających się. Predykcja, która jest oparta na średnich wartościach zmiennych fundamentalnych za ostatnie 7 lat, jest jednocześnie normą dla poziomu rachunku obrotów bieżących (CAN).

*Ustabilizowana pozycja aktywów zagranicznych netto (NFAS):* referencyjny poziom rachunku obrotów bieżących musi w tym przypadku zapewniać na określonym poziomie stabilizację relacji aktywów zagranicznych netto (NFA) do PKB. W tym przypadku, stabilną relację wyznacza poziom z 2007 roku.

Źródło: *Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances*, op. cit.

<sup>34</sup> EMU@10. *Successes and Challenges after ten years of Economic and Monetary Union*, op. cit.

<sup>35</sup> Szacunki poziomów równowagi zarówno dla kursów walutowych, jak i sald obrotów bieżących są obciążone dużą niepewnością ze względu na wzrost znaczenia czynników tymczasowych ujawnionych w następstwie kryzysu finansowego, które w istotny sposób oddziałują na te poziomy. Z uwagi na te czynniki, szacunki dla 2008 roku są bardziej wiarygodne niż dla 2009 roku.

Brak dalszych  
dostosowań  
strukturalnych  
mających na  
celu poprawę  
konkurencyjności  
grozi znaczącym  
wzrostem  
bezrobocia

Światowy kryzys finansowy przyczynił się do zahamowania procesu dywergencji poziomów konkurencyjności gospodarek strefy euro. Wymusił bowiem konieczność podjęcia działań dostosowawczych mających na celu poprawę konkurencyjności i obniżenie deficytu obrotów bieżących. Jednocześnie konieczność przywrócenia efektywnej realokacji kapitału wymusiła ograniczenie nierównowag makroekonomicznych w krajach EUR 3 (np. tłumienie boomów kredytowych i narastających nierównowag na rynkach nieruchomości). Jednak przy braku dalszych dostosowań strukturalnych mających na celu poprawę konkurencyjności, dalszej korekcie deficytów obrotów bieżących może towarzyszyć znaczący wzrost bezrobocia. W praktyce, dokonanie skutecznej korekty poziomów sald obrotów bieżących wymusza przesunięcie mocy produkcyjnych z sektorów zorientowanych na stymulowanie popytu wewnętrznego do sektorów podlegających wymianie handlowej (eksportowych)<sup>36</sup>.

---

<sup>36</sup> W przypadku Hiszpanii oszczędności zagranicą w dużym stopniu finansowały również inwestycje zagraniczne hiszpańskich przedsiębiorstw, w tym w sektorze budowlanym.

## 5. IDENTYFIKACJA BOOMÓW KREDYTOWYCH W EUR 3: WERYFIKACJA EMPIRYCZNA

### 5.1 Co oznacza nadmierny wzrost akcji kredytowej?

Nadmierny wzrost akcji kredytowej (boom kredytowy) oznacza niezrównoważony wzrost kredytu do sektora prywatnego, któremu towarzyszy znaczący wzrost dźwigni finansowej, jak i kredytowania przedsięwzięć charakteryzujących się niską bądź ujemną wartością bieżącą netto (NPV)<sup>37</sup>. Niezrównoważony wzrost wolumenu kredytów wynika z jednej strony z pogorszenia jakości monitorowania jego ściągalności i wzrostu prawdopodobieństwa nadużyć, a z drugiej ze zwiększenia majątku pożyczkobiorców. W konsekwencji, wraz ze wzrostem akcji kredytowej pogarsza się jakość finansowanych projektów, a także rośnie ekspozycja i podatność banków na szoki zewnętrzne.

Wraz ze wzrostem akcji kredytowej pogarsza się jakość finansowanych projektów i rośnie podatność banków na szoki zewnętrzne

Na gruncie teoretycznym dynamikę akcji kredytowej można podzielić na trzy podstawowe komponenty: trend, cykl i boom:

Dynamikę akcji kredytowej można zdekomponować na trend, cykl i boom

- trend odzwierciedla pogłębienie roli pośrednictwa finansowego w gospodarce odzwierciedlone w szybszej dynamice kredytu niż PKB;
- komponent cykliczny oznacza, że rozwój endogeniczny rynku kredytowego sprzyja wzmacnianiu i generowaniu szoków w gospodarce poprzez mechanizm tzw. akceleratora finansowego<sup>38</sup>. Okresowo wyższa dynamika kredytów niż PKB nie musi być szkodliwa, jeśli zjawisko to jest naturalną konsekwencją wzrostu inwestycji oraz kapitału pracującego przedsiębiorstw w fazie ożywienia gospodarczego. Tylko w ekstremalnym przypadku cykliczne zmiany akcji kredytowej mogą przerodzić się w boom kredytowy;
- boom kredytowy opisuje stan niezrównoważonej i nadmiernej akcji kredytowej, który nie odzwierciedla zmian w rozwoju fundamentów ekonomicznych gospodarki.

W literaturze wyróżnia się cztery grupy czynników wywołujących boom kredytowy<sup>39</sup>: *po pierwsze* przyczyną boomu kredytowego jest postęp technologiczny bądź szok w postaci nagłej zmiany relacji cenowych dóbr eksportowanych do importowanych (szok *terms of trade* lub innego rodzaju

Do przyczyn boomu kredytowego należą postęp technologiczny, liberalizacja systemu finansowego, napływ kapitału zagranicznego, rosnące potrzeby konsumpcyjne i inwestycyjne

<sup>37</sup> Metoda NPV (*Net Present Value*) pozwala określić rzeczywistą (aktualną) wartość nakładów i efektów przedsięwzięcia inwestycyjnego. Jest zdefiniowana jako suma zdyskontowanych oddzielnie dla każdego roku przepływów pieniężnych netto, realizowanych w całym okresie objętym rachunkiem, przy stałym poziomie stopy dyskontowej. Przedsięwzięcie jest zyskowne, jeżeli stopa rentowności projektu jest nie mniejsza od stopy granicznej określonej przez przyjętą do rachunku stopę dyskontową (vide: P-O. Gourinchas, R. Valdés, O. Landerretche, *Lending Booms: Latin America and the World*, NBER Working Paper 8249, 2001.).

<sup>38</sup> Podczas *boomu* kredytowego ceny aktywów rosną, co zwiększa majątek pożyczkobiorców (*borrowers' net worth*), ułatwia zaciąganie nowych pożyczek, napędza popyt na aktywa i zwiększa ich ceny. Odwrotna sytuacja zachodzi podczas spowolnienia/załamania gospodarczego: pożyczkobiorcy mogą nie być w stanie spłacać swoich pożyczek, banki stają się bardziej narażone na ryzyko, zmniejszają akcję kredytową i inwestycje załamują się wraz z cenami aktywów (vide: B. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist, *Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*, NBER Working Paper 6455, 1998).

<sup>39</sup> P-O. Gourinchas, R. Valdés, O. Landerretche, op.cit.

- szok podaży), wywołujący wzrost inwestycji krajowych i/lub konsumpcji<sup>40</sup>;
- po drugie* boom kredytowy jest wynikiem liberalizacji systemu finansowego. Gospodarka doświadcza boomu inwestycyjnego i/lub konsumpcyjnego, który z kolei może spowodować realną aprecjację waluty i wzrost zadłużenia krótkoterminowego. Po pewnym czasie rosną pod wpływem boomu realne stopy procentowe i wzrasta prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu bankowego i kryzysu bilansu płatniczego;
- po trzecie* boom kredytowy jest odzwierciedleniem masowego napływu kapitału zewnętrznego;
- po czwarte* boom kredytowy jest odpowiedzią na rosnące potrzeby inwestycyjne i konsumpcyjne podmiotów gospodarki. Niezrównoważony wzrost popytu konsumpcyjnego może przykładowo napędzać wzrost akcji kredytowej, co może prowadzić do załamania produkcji w sytuacji utraty konkurencyjności w stosunku do partnerów handlowych<sup>41</sup>.

Boomy kredytowe można identyfikować korzystając z różnych podejść metodologicznych

Dotychczas w literaturze empirycznej wykorzystywano trzy różne podejścia do identyfikacji boomów kredytowych pod kątem: (1) limitu szybkości, (2) identyfikacji trendu, (3) oszacowania poziomu równowagi relacji wolumenu kredytu w stosunku do PKB<sup>42</sup>:

- (1) podejście to zostało rozwinięte przez Honahana w 1997 roku<sup>43</sup>. Identyfikacja boomu następuje poprzez wykorzystanie limitów szybkości przyrastania aktywów bankowych, opartych na obserwacji upadków pojedynczych banków, którym towarzyszył szybki wzrost portfeli kredytowych. Idea sprowadza się do narzucenia ograniczenia dla stopy wzrostu portfela kredytowego *ex ante*. Ekspansja kredytowa poza określoną stopę wzrostu jest wtedy uznawana za nadmierną i może prowadzić do kryzysu bankowego.
- (2) podejście to poszukuje identyfikacji trendu w rozwoju akcji kredytowej za pomocą filtru Hodricka-Prescotta. Szacowany trend jest uznawany za równowagę w rozwoju finansowym, podczas gdy wzrost kredytu ponad określony pułap jest klasyfikowany jako boom kredytowy. Pułap może być w tym przypadku wyznaczony zarówno jako absolutne bądź względne odchylenie od trendu<sup>44</sup>.
- (3) większość badaczy poszukuje ekonometrycznych oszacowań poziomu równowagi wskaźnika wolumenu kredytu do PKB za pomocą fundamentalnych zmiennych makroekonomicznych. Podstawowymi determinantami są w tym przypadku PKB *per capita* liczony wg PPP, realna stopa procentowa i infla-

<sup>40</sup> Ostatnie badania potwierdzają, że boomy kredytowe występujące przed kryzysem są istotną determinantą zacieśnienia kredytowego w okresie kryzysu, a szok zewnętrzny dotyka kraje w różnym stopniu w zależności od kondycji gospodarczej ich partnerów handlowych (vide: Aisen A., Franken M., *Bank Credit during the 2008 Financial Crises: A Cross-country Comparison*, VOX, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5105>, 28.05.2010).

<sup>41</sup> A. Ahmet Faruk, *Distributional Effects of Boom-Bust Cycles in Developing Countries with Financial Frictions*, 2006, MPRA Paper No. 5484, November 2007.

<sup>42</sup> *What Do the Sources and Uses of Funds Tell Us about Credit Growth in Central and Eastern Europe?*, op. cit.

<sup>43</sup> P. Honahan, *Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction*, BIS Working Paper, 39, 1997.

<sup>44</sup> P.-O. Gourinchas, R. Valdés, O. Landerretche, op. cit.

cja. Dodatkowe zmienne wyjaśniające, takie jak różne mierniki stopnia liberalizacji finansowej czy efektu *crowding out* (np. poziom długu krajowego do PKB), są niekiedy również uwzględniane<sup>45</sup>.

## 5.2 Weryfikacja empiryczna boomów kredytowych w EUR 3

Badania empiryczne prowadzone przez ekonomistów MFW i Komisji Europejskiej koncentrują się na identyfikacji boomów kredytowych za pomocą wskaźnika realnej dynamiki akcji kredytowej<sup>46</sup>. Takie podejście różni się od metody diagnozowania boomów proponowanej przez Gourinchas i in., którzy m.in. zdefiniowali boom kredytowy jako odchylenie relacji nominalnego kredytu sektora prywatnego do nominalnego PKB od stochastycznego trendu (mierzonego filtrem Hodricka-Prescotta) o 5% PKB.

MFW i KE identyfikują boomy kredytowe za pomocą wskaźnika realnej dynamiki akcji kredytowej

W ocenie przedstawicieli Komisji Europejskiej, pierwsze podejście ma dwie istotne przewagi nad drugim. Po pierwsze, pozwala na wyszczególnienie dwóch niezależnych trendów odpowiednio dla realnej dynamiki kredytów i realnego wzrostu PKB. Po drugie, granice wyznaczania boomów kredytowych są określone dla poszczególnych krajów, a nie, jak w przypadku badania Gourinchas i in., stanowią uniwersalne kryterium dla wielu badanych krajów<sup>47</sup>.

Stosowane są też inne metody identyfikacji boomów

We wspomnianych badaniach Komisji Europejskiej i MFW czas wystąpienia boomu kredytowego jest identyfikowany jako rok, w którym ekspansja kredytowa osiągnęła swoje ekstremum w stosunku do oszacowanej wartości granicznej, przy czym autorzy uznają za boomy tylko te okresy, w których wzrost kredytu przekracza wartość graniczną dwa lata z rzędu. Autorzy przyjmują jako boom kredytowy taką dynamikę akcji kredytowej, która przekracza odchylenie standardowe od trendu o 1,75. Trend jest estymowany za pomocą filtra Hodricka-Prescotta, a przyjęcie tej granicy wynika z faktu, że jeśli roczne odchylenia wolumenu kredytu od trendu miałyby rozkład normalny, to prawdopodobieństwo wystąpienia ekstremalnych obserwacji (boomu) wynosiłoby 5% (prawdopodobieństwo to utrzymuje się dla przedziału 1,5–2,0).

Boom to nadmierna dynamika akcji kredytowej trwająca co najmniej 2 lata

Autorzy niniejszego raportu zmodyfikowali dotychczas stosowane metody identyfikacji *ex post* boomów kredytowych. W badaniu przeprowadzonym dla krajów EUR 3 boomy zostały określone jako lata, w których dynamika wielkości kredytów w relacji

Boomy identyfikuje się również w odniesieniu do trendu całej strefy euro

<sup>45</sup> *Cross-Country Study. Economic Policy Challenges in the Baltics*, European Economy, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Occasional Papers No. 58, February 2010.

<sup>46</sup> *What Do the Sources and Uses of Funds Tell Us about Credit Growth in Central and Eastern Europe?*, op. cit., *Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?*, op. cit.

<sup>47</sup> Gourinchas i in. dokonali analizy boomów kredytowych w okresie 1960–1996. Przy przyjętej definicji boomu kredytowego autorzy znaleźli 80 przypadków wystąpienia ekspansji kredytowej. Na podstawie danej próby znaleziono następujące prawidłowości: (1) średnia długość trwania boomu wynosi 5 lat, z czego 2 lata stanowią fazę narastania (*building phase*), szczyt boomu trwa rok, faza zakończenia (*ending phase*) zaś trwa 2 lata; (2) dwa lata przed rozpoczęciem boomu, PKB jest średnio o około 1,5% powyżej potencjału, rok po zakończeniu boomu zaś jest o około 2% poniżej potencjału; (3) stosunek inwestycji do PKB odchyła się od swojego trendu o ponad 2% w fazie narastania boomu, by po szczycie spaść poniżej trendu o ponad 1%; (4) w trakcie trwania boomu saldo na rachunku obrotów bieżących znajduje się zdecydowanie poniżej swojego długookresowego trendu (vide: P-O. Gourinchas, R. Valdés, O. Landerretche, op. cit.).

do PKB<sup>48</sup> jest większa od dynamiki podobnej wielkości dla strefy euro EUR 12 (trendu) o 1,75 odchylenia standardowego od tego trendu. Strefę euro (EUR 12) przyjęto w tym przypadku jako punkt odniesienia ze względu na większą stabilność gospodarek rozpatrywanych łącznie w porównaniu do pojedynczej gospodarki, co umożliwia prawidłowe oszacowanie zrównoważonego trendu rozwoju akcji kredytowej w stosunku do PKB i ilustruje zjawiska występujące na globalnym rynku finansowym. Z kolei dozwolony przedział wahań w stosunku do trendu bierze pod uwagę możliwe zróżnicowania strukturalne danego kraju w stosunku do średniej całej strefy.

Zgodnie z opisaną powyżej metodą, boomy kredytowe w analizowanych krajach przypadały na następujące lata:

- Hiszpania – lata 1998–2001 oraz 2004–2008,
- Portugalia – lata 1997–2001,
- Irlandia – lata 1997–2000 oraz 2004–2008.

Rysunek 15 przedstawia graficzną prezentację wyników.

Jednocześnie dla oceny zmian zachodzących w sytuacji makroekonomicznej kraju, charakterystycznych dla okresów boomów kredytowych, autorzy wyszczególnili następujące wielkości:

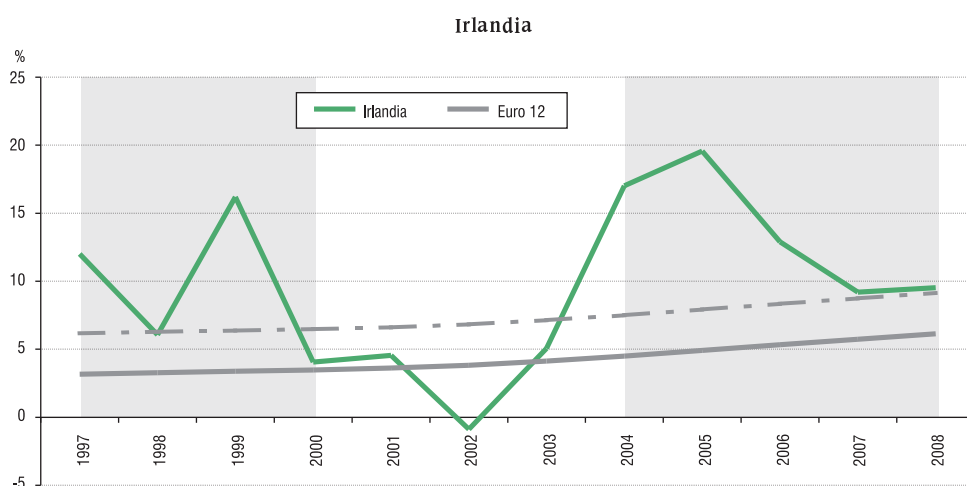
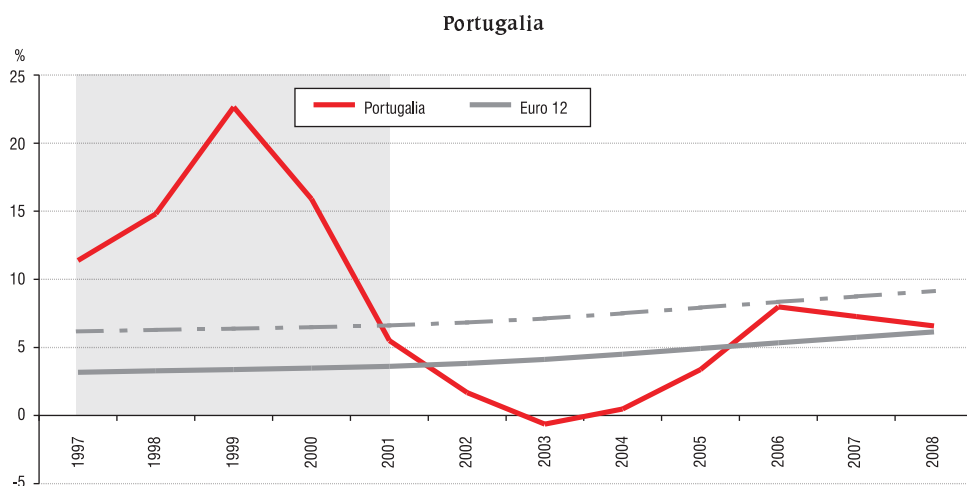
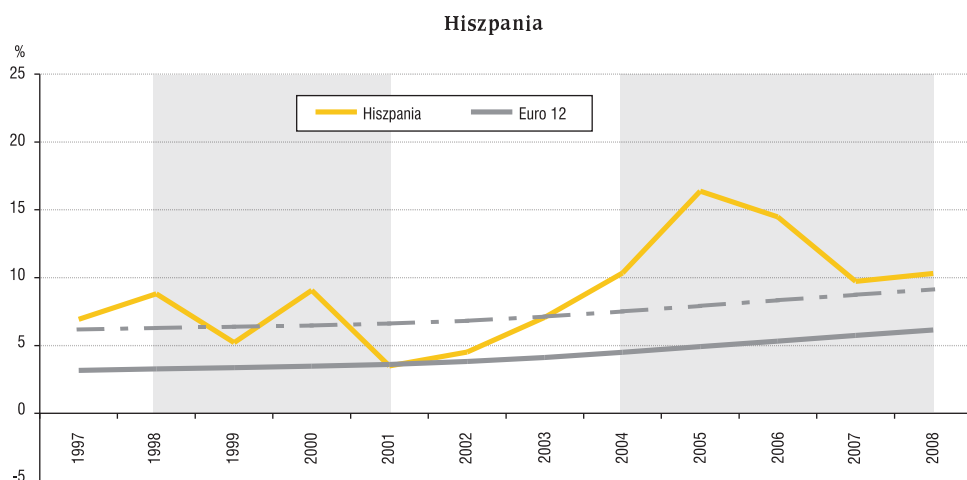
- luka popytowa (odchylenie PKB od trendu),
- wielkość nakładów inwestycyjnych brutto na środki trwałe w relacji do PKB,
- saldo obrotów bieżących w relacji do PKB,
- zmiana realnych jednostkowych kosztów pracy.

W celu zilustrowania zachowania się wymienionych zmiennych makroekonomicznych w okresach boomu kredytowego obliczone zostały dla każdej z proponowanych zmiennych odchylenia (rozumiane jako różnica dwóch wielkości) od ich trendu długookresowego (oszacowanego przy zastosowaniu filtru Hodricka-Prescotta). Następnie określono przedział, którego górny i dolny kraniec jest, odpowiednio, większy i mniejszy od obliczonej wartości zmiennej o jedno odchylenie standardowe. Rysunek 16 przedstawia graficzną prezentację wyników.

Wyniki wskazują na bardzo podobne tendencje w zachowaniu się zmiennych makroekonomicznych w trakcie boomów kredytowych, jak i w okresach poprzedzających i po ich wygaśnięciu. W szczególności można zauważyć, że w okresach szczytu boomu wzrost PKB i inwestycji brutto kształtował się powyżej trendu, zaś po wygaśnięciu boomu spadał poniżej trendu; deficyt obrotów bieżących w trakcie trwania boomu, a także po jego zakończeniu, był zdecydowanie wyższy od swojego długoterminowego poziomu średniego. Jednocześnie o ile w przypadku boomów kredytowych występujących w Hiszpanii i Irlandii w połowie lat dziewięćdziesiątych realne jednostkowe koszty pracy nie rosły w dużym stopniu, to ich znaczące wzrosty towarzyszyły boomom kredytowym w połowie tej dekady, podobnie w przypadku boomu kredytowego w Portugalii w drugiej połowie ubiegłej dekady.

<sup>48</sup> Warto podkreślić, że Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego proponuje do badania antycyklicznego bufora kapitałowego podejście oparte na uniwersalnym kryterium diagnozowania boomów kredytowych za pomocą odchylenia relacji wielkości kredytu do PKB od długookresowego trendu, liczonego za pomocą filtru Hodricka-Prescotta (vide: *Countercyclical Capital Buffer Proposal*, Consultative Document, Issued for Comments by 10 September 2010, Basel Committee on Banking Supervision, BIS, July 2010).

Rysunek 15. Zmiany relacji kredytu do PKB w EUR 3 na tle strefy euro w latach 1997–2008



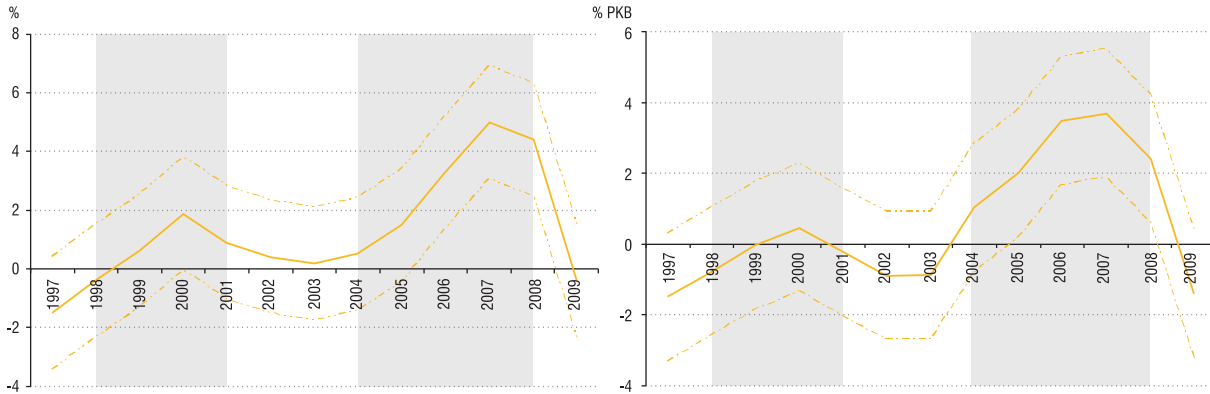
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MFW (IFS).

Rysunek 16. Odchylenia zmiennych makroekonomicznych od trendu w okresach boomów

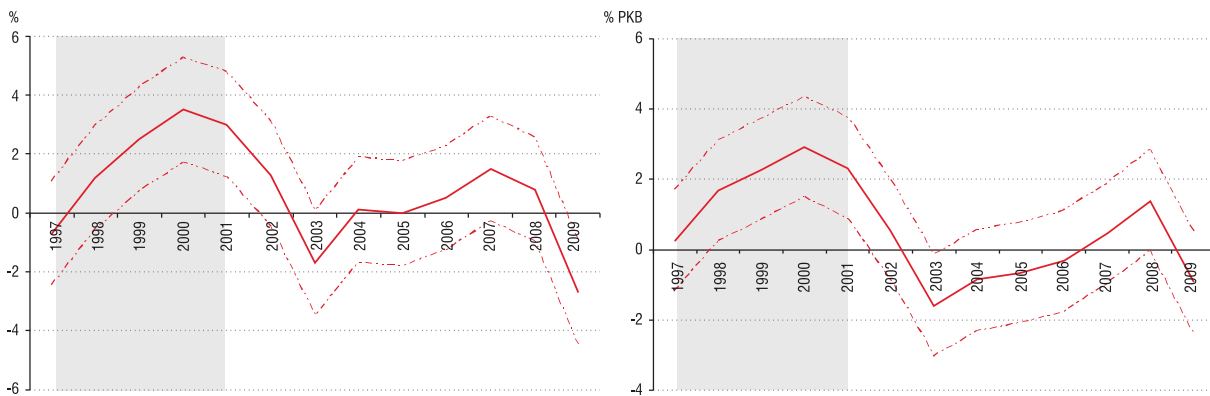
**Luka popytowa  
(odchylenie PKB od trendu)**

**Inwestycje brutto**

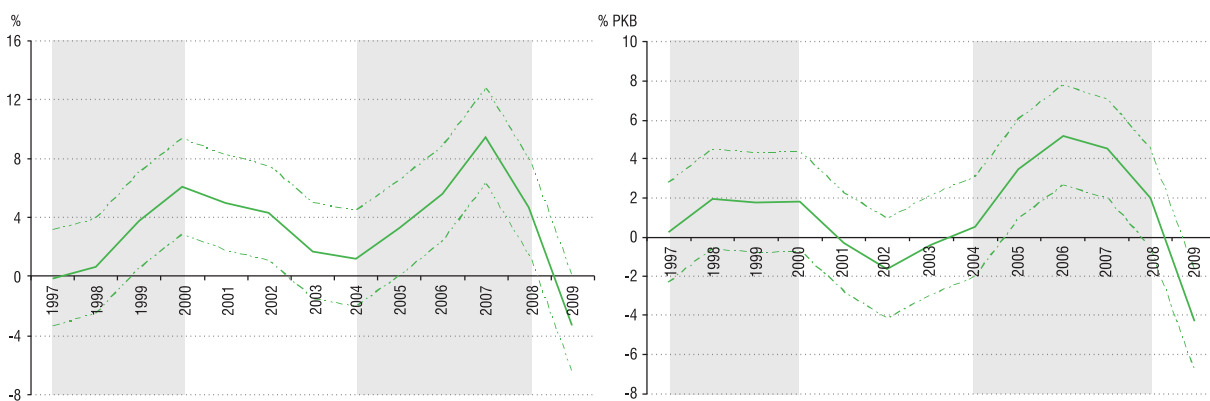
**Hiszpania**



**Portugalia**



**Irlandia**

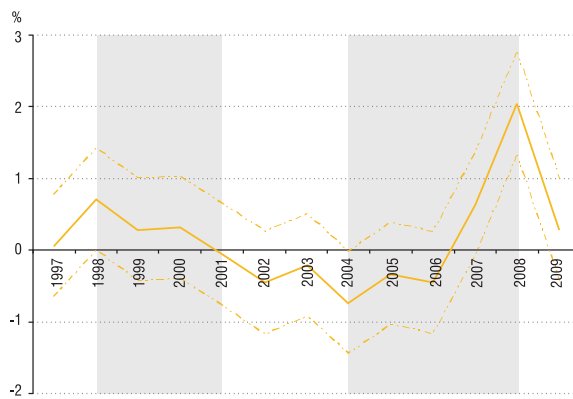
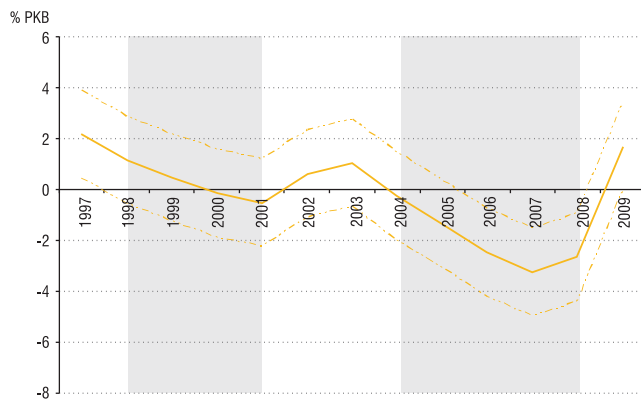




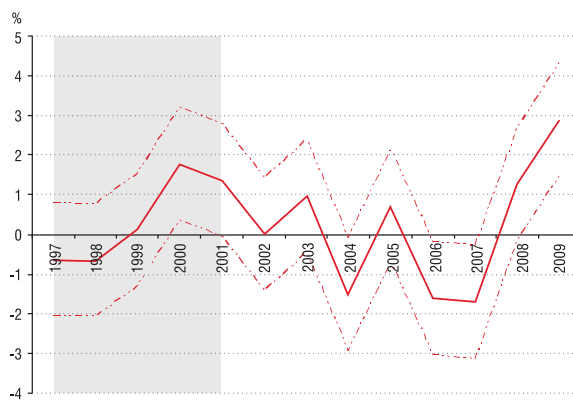
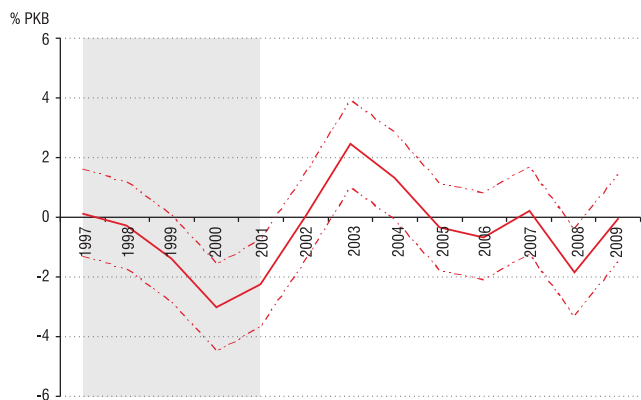
Saldo obrotów bieżących

Dynamika realnych jednostkowych kosztów pracy

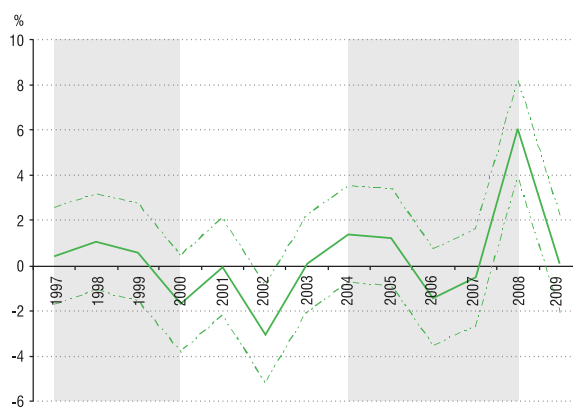
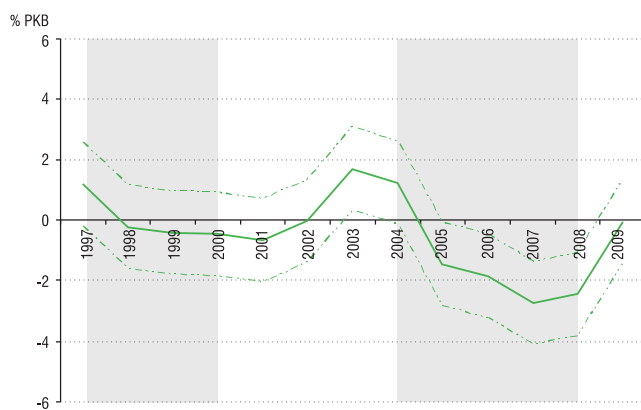
Hiszpania



Portugalia



Irlandia



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Komisji Europejskiej.



## 6. CHARAKTERYSTYKA BOOMÓW I MECHANIZMÓW ICH ŁAGODZENIA W KRAJACH EUR 3

W niniejszym rozdziale dokonano syntetycznej oceny specyfiki boomów kredytowych w poszczególnych krajach. Przedstawiono również gamę instrumentów stosowanych w tych krajach w celu przeciwdziałania narastaniu akcji kredytowej, a także podjęto próbę oceny skuteczności ich zastosowania. Dotychczasowe doświadczenia pokazują, że kraje stosowały częściej kombinację dostępnych środków (Tabela 5) niż pojedyncze instrumenty w celu łagodzenia narastającej akcji kredytowej. W warunkach integracji walutowej, część dostępnych środków (w postaci zacieśnienia stóp procentowych, podniesienia stopy rezerwy obowiązkowej, wprowadzenia ograniczeń płynnościowych czy zwiększenia elastyczności nominalnego kursu walutowego) nie jest możliwa do wykorzystania w sytuacji wystąpienia szoku idiosynkratycznego w którymś z krajów unii. Dlatego ciężar dostosowań przechodzi wówczas w większym stopniu na politykę fiskalną, strukturalną, jak i dostępne środki mikroostrożnościowe, nadzorcze i administracyjne.

W warunkach integracji walutowej ciężar dostosowań przechodzi na politykę fiskalną, strukturalną i nadzorczą

Tabela 5. Dostępne mechanizmy reakcji na szybki wzrost akcji kredytowej

Instrumenty wygładzania akcji kredytowej			Środki mikroostrożnościowe	Środki nadzorcze	Środki rozwoju rynku	Środki administracyjne	Promocja lepszego rozumienia ryzyk
Polityka makroekonomiczna							
Polityka fiskalna	Polityka pieniężna	Polityka kursowa					
zacieśnienie fiskalne	wzrost stóp procentowych	zwiększenie elastyczności reżimu kursowego	wyższe i zróżnicowane wymogi kapitałowe	nakładanie surowszych obowiązków informacyjnych dot. zarządzania ryzykiem polityki audytu wewnętrznego w bankach	rozwoj instrumentów pozwalających skutecznie zabezpieczać się przed ryzykiem	limity kredytowe na poziomie banku lub całego sektora	wzmacnianie zdolności banków do monitorowania, oceny i zarządzania ryzykiem
unikanie fiskalnych lub quasi-fiskalnych zachęt do zwiększania akcji kredytowej	surowsze wymogi rezerwy obowiązkowej	zachowanie spójności między polityką pieniężną i kursową	surowsze zasady klasyfikowania pożyczek i odpisów na należności zagrożone	usprawnienie inspekcji onsite/offsite w przypadku banków prowadzących agresywną politykę kredytową	rozwoj instrumentów zarządzania aktywami w celu poprawy jakości portfela kredytowego	surowsze wymogi tworzenia rezerw uzależnionych od wzrostu akcji kredytowej	kampanie publiczne na rzecz podnoszenia świadomości podejmowanego ryzyka, oświadczenia prasowe
	surowsze wymogi utrzymywania płynnych aktywów		dynamiczne tworzenie rezerw	prorowadzenie okresowych testów warunków skrajnych	rozwoj rynku papierów wartościowych w celu ograniczenia uzależnienia od kredytu bankowego i poprawy dywersyfikacji ryzyka kredytowego banków	kontrola przepływów kapitałowych:	dyskusje/spotkania z bankami (moralna perswazja) – ostrzeżenie banków, aby złagodziły akcję kredytową
	operacje sterylizujące		surowsze zasady przyjmowania zabezpieczeń	Prowadzenie cyklicznych przeglądów ekspozycji banków i ich klientów	poprawa kultury kredytowej (ustanowienie biur kredytowych, rejestru kredytowego, sprawniejszego aparatu prawnego, praw konsumenckich)	kontrola pożyczek zagranicznych dokonywanych przez banki lub/i ich klientów	
			surowsze limity na otwarte pozycje walutowe netto	wzrost koordynacji nadzoru banków i niebankowych instytucji finansowych	poprawa standardów rachunkowości w bankach i przedsiębiorstwach	zróżnicowane wymogi tworzenia rezerw na przepływy waluty krajowej i zagranicznej	
			regulacje zapobiegające niedopasowaniu zapadalności aktywów i pasywów w bilansach banków			podatki za pośrednictwo finansowe	
			Przewodnik: jak unikać nadmiernego uzależnienia od finansowania krótkoterminowego?			restrykcje importowe	

Źródło: Hilbers P. i in., *Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies*, IMF Working Paper, No. 151, July 2005.

## 6.1 Irlandia

### 6.1.1 Charakterystyka boomu kredytowego

W Irlandii akcja kredytowa rozwijała się od końca lat 80.

Od końca lat 80. nastąpiło znaczące przyspieszenie procesu realnej konwergencji gospodarki irlandzkiej z bogatymi krajami UE (*Rysunek 7* i *Rysunek 10*), któremu towarzyszyło przyspieszenie akcji kredytowej. Ostatnie dwudziestolecie można podzielić na dwa podokresy pod względem czynników rozwoju gospodarki irlandzkiej:

W l. 90. wzrosła konkurencyjność Irlandii, a stopy procentowe uległy trwałemu obniżeniu

pierwszy okres (lata 90.) charakteryzował się dodatnią kontrybucją eksportu netto do wzrostu PKB (średniorocznie ponad 2 punkty procentowe w latach 1990–2000), co było konsekwencją zainicjowanych reform strukturalnych, konsolidacji fiskalnej, wprowadzenia niskich podatków dla przedsiębiorstw i trójstronnym porozumieniem płacowym<sup>49</sup>. Działania te przełożyły się na wzrost konkurencyjności kraju, zwiększenie zainteresowania inwestorów zagranicznych, jak i elastyczności gospodarki. Jednocześnie jednolity rynek UE oferował szeroki dostęp do kluczowych rynków towarów, usług, kapitału i siły roboczej, a dostępne fundusze unijne były efektywnie wykorzystywane na inwestycje publiczne. Przystąpienie do strefy euro determinowało trwałe obniżenie stóp procentowych, co przy silnym wzroście populacji (wspomagany rosnącą falą imigracji) sprzyjało pozytywnym efektom zmian zachodzących po stronie popytowej i podażowej gospodarki;

W obecnej dekadzie uległy osłabieniu fundamenty gospodarki irlandzkiej

drugi okres (obecna dekada, a w szczególności jej druga połowa), kiedy fundamenty gospodarki irlandzkiej uległy osłabieniu. Silny wzrost popytu krajowego stał się głównym motorem wzrostu gospodarczego, któremu towarzyszył szybszy wzrost inflacji i wynagrodzeń niż w całej strefie euro. W rezultacie, Irlandia zanotowała znaczący spadek międzynarodowej konkurencyjności. Między 1999 i 2008 rokiem realny efektywny kurs walutowy wzrósł najsilniej spośród krajów strefy euro (*Rysunek 12*). Z kolei nadmiernie rozwinięta ekspansja kredytowa wywołała wzmocnienie naturalnego cyklu ekonomicznego (*Rysunek 17*), na który nie reagowała polityka monetarna dostosowana do całej strefy euro. Wydatki publiczne wzrastały w najszybszym tempie spośród krajów OECD, a udział sektora budowlanego w gospodarce stał się nadmierny, co spowodowało zahamowanie wzrostu produktywności. Jednocześnie nadwyżka w rachunku bieżącym bilansu płatniczego stopniowo topniała i po 2000 roku przekształciła się w deficyt.

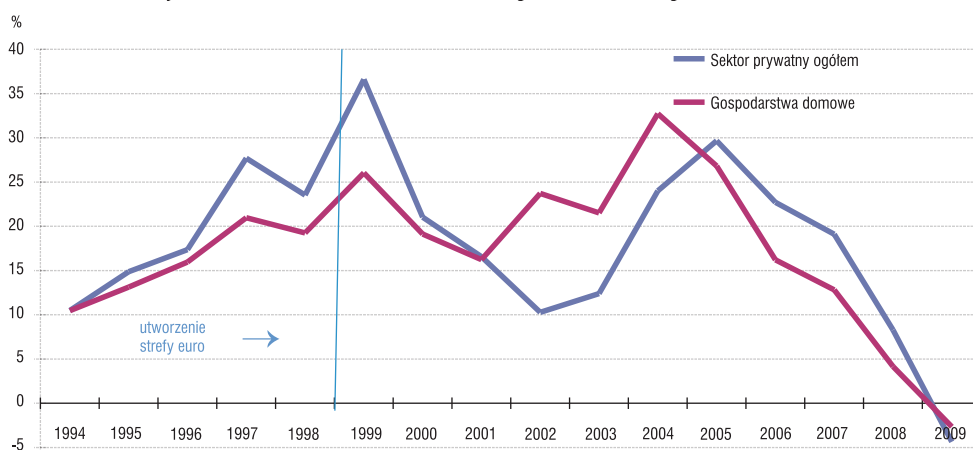
Stymulowaniu akcji kredytowej sprzyjały obniżki stóp proc., większy dostęp do środków wolnych od ryzyka kursowego, wzrost popytu krajowego, konkurencja ze strony banków zagranicznych

W wyniku integracji europejskich rynków finansowych i przyjęcia euro wystąpiło kilka istotnych czynników mających wpływ na stymulowanie akcji kredytowej na rynku mieszkaniowym:

- obniżki stóp procentowych: dążenie do wypełnienia kryteriów konwergencji przyczyniło się do spadku krótkoterminowych stóp procentowych o prawie

<sup>49</sup> K. Reging, M. Watson, *A Preliminary Report on the Sources of Ireland's Banking Crisis*, Report commissioned by the Minister of Finance of Ireland, June 2010.

Rysunek 17. Roczna nominalna dynamika kredytów w Irlandii



Źródło: Bank Irlandii.

dwie trzecie między połową lat 90. a okresem 2002–2007. W tym czasie stopy długoterminowe zmniejszyły się o połowę, a realne stopy procentowe były ujemne w pierwszej połowie obecnej dekady;

- wzrost popytu krajowego przyczynił się do wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych<sup>50</sup>;
- przyjęcie euro zwiększyło ilość dostępnych środków nieobciążonych ryzykiem kursu walutowego, które mogły być przeznaczone na finansowanie akcji kredytowej. Dzięki temu boom kredytowy w Irlandii mógł rozwijać się dłużej niż w sytuacji, gdyby kraj ten nie należał do unii monetarnej, aczkolwiek narastające nierównowagi wewnętrzne zwiększały podatność gospodarki na szoki idiosynkratyczne;
- wystąpiła zwiększona konkurencja zagranicznych banków (zwłaszcza brytyjskich) na rynku kredytów hipotecznych, która początkowo była postrzegana wyłącznie jako korzystne zjawisko i ryzyko związane z nadmierną ekspansją tych banków zostało niedocenione przez nadzór bankowy;
- stosunkowo silne zewnętrzne powiązania bilansowe irlandzkiego sektora bankowego z bankami amerykańskimi i brytyjskimi<sup>51</sup>.

W rezultacie, w latach 1992–2006 ceny nowych mieszkań w Irlandii wzrosły trzykrotnie w ujęciu realnym i prawie trzyipółkrotnie w ujęciu nominalnym. W tym samym czasie liczba mieszkań oddanych do użytku wzrosła o 150%. Większość wzrostu realnych cen mieszkań wynikała z wyjątkowo silnej presji popytowej na

**W l. 1992–2006 nastąpił szybki wzrost cen nieruchomości w Irlandii**

<sup>50</sup> Badania dowodzą, że dynamicznie rozwijające się młode gospodarstwa domowe w Irlandii w okresie szczytowym swojej działalności zawodowej charakteryzują się stosunkowo niskimi stopami oszczędności (vide: Moreno-Badia M. *Who Saves in Ireland? The Micro Evidence*, IMF Working Paper, No. 131, 2006).

<sup>51</sup> Duggar i Mitra badały zewnętrzne powiązania bilansowe sektora bankowego Irlandii i szacowały wskaźnik potencjalnego ryzyka przeniesienia szoku idiosynkratycznego powstałego w innych krajach (ryzyko zarażenia) na trzy największe banki irlandzkie (BOI, AIB i angielski IB). Badanie to potwierdziło silne powiązania banków Irlandii z bankami Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Co ciekawe, ryzyko zarażenia przesunęło się z krajów europejskich w okresie poprzedzającym wejście do euro w kierunku Stanów Zjednoczonych po wejściu Irlandii do strefy euro (vide: E. Duggar, S. Mitra, *External Linkages and Contagion Risk in Irish Banks*, IMF Working Paper, No. 44, 2007).

rynku mieszkaniowym ze strony relatywnie młodego i dynamicznie rozwijającego się społeczeństwa, silnego wzrostu realnych dochodów do dyspozycji, niskich i w pierwszej połowie dekady ujemnych realnych stóp procentowych, korzystnych rozwiązań podatkowych<sup>52</sup> i zakupu nieruchomości w celach inwestycyjnych. Szacunki przeszacowania cen realnych nowych mieszkań w szczytowym okresie ich wzrostu (w 2006 roku) wahają się między 20% a 40%<sup>53</sup>.

Wzrastało zagrożenie negatywnymi konsekwencjami potencjalnego spadku wartości nieruchomości zabezpieczających kredyty

Znaczące przyspieszenie akcji kredytowej i wzrost cen na rynku nieruchomości były szczególnie widoczne w drugiej połowie bieżącej dekady. Tym tendencjom towarzyszyły jednak odmienne zmiany w sferze realnej gospodarki niż w okresach boomów kredytowych przed rokiem 2001, kiedy Irlandia dążyła do zrównania się poziomem rozwoju gospodarczego z innymi krajami UE i znajdowała się w fazie silnego wzrostu produktywności. Połączenie procyklicznej polityki budżetowej i znaczny udział kredytów hipotecznych w gospodarce zwiększało zagrożenie negatywnymi konsekwencjami związanymi z potencjalnym spadkiem wartości nieruchomości będących zabezpieczeniem kredytów. Dodatkowym czynnikiem ryzyka była silna koncentracja aktywów największych instytucji kredytowych na rynku nieruchomości (głównie na rynku nieruchomości komercyjnych) i zawężenie grona klientów kredytowych do najważniejszych deweloperów.

Systematycznie wzrastał wskaźnik LtV dla nowych udzielanych kredytów

Główne instytucje finansowe zanotowały w latach 2003–2006 co najmniej 25% wzrost udzielanych kredytów. Można również wskazać przykłady banków, których ekspozycja względem nieruchomości komercyjnych (jako odsetek ogółu udzielonych kredytów) przekraczała 70%. Ponadto, wskaźnik LtV dla nowych kredytów systematycznie wzrastał i w 2007 roku już 60% kredytów mieszkaniowych charakteryzowało się jego wartością powyżej 90%, a dla 25% z nich wskaźnik ten wynosił 100%. Dla odmiany, wskaźnik kredytów do depozytów dla systemu bankowego w Irlandii osiągnął poziom około 220% w 2008 roku (dla porównania, wskaźnik ten wynosił około 170% w 2004 roku).

Nastąpił silny wzrost wydatków publicznych

Przygotowując się do przyjęcia wspólnej waluty, Irlandia osiągała nadwyżkę budżetową od połowy lat 90. do roku 2006, którą wykorzystywała na tworzenie rezerw demograficznych. Po roku 1999 nastąpiło pogorszenie fundamentalnej sytuacji fiskalnej, rozumianej jako długoterminowy trend po uwzględnieniu korekt związanych z efektem cyklu koniunkturalnego. Według szacunków MFW, w roku 2007 strukturalny deficyt Irlandii wynosił 8,75% potencjalnego PKB. Do silnego wzrostu wydatków publicznych w stosunku do PKB znacząco przyczyniły się rosnące płace i wzrost liczby stanowisk w sektorze publicznym. Ponadto główną przyczyną powstania deficytu w latach 2008–2009 był spadek przychodów podatkowych.

<sup>52</sup> Irlandzki system podatkowy preferował posiadanie nieruchomości, a zwłaszcza domów mieszkalnych. W efekcie, odsetki od kredytów hipotecznych mogły być odliczane od podatku dochodowego i nie było podatku od nieruchomości. Zawierał również liczne ulgi podatkowe, zwłaszcza dla sektora budownictwa.

<sup>53</sup> J. Malzubris, *Ireland's Housing Market: Bubble Trouble*, ECFIN Country Focus, Vol. 5, Issue 9, European Commission, 2008.

Od 2006 roku realne ceny mieszkań zaczęły spadać. Stosunkowo wysoki udział sektora budownictwa w produkcji (10%) i w zatrudnieniu (13%) spowodował, że załamanie koniunktury w tym sektorze doprowadziło do największej od czasu wejścia do UE recesji gospodarczej<sup>54</sup> – dodatkowo w okresie, w którym załamała się dynamika eksportu na skutek pogorszenia konkurencyjności i spowolnienia gospodarczego u dwóch najważniejszych partnerów handlowych (USA i Wielkiej Brytanii). Najbliższe lata będą interesującym testem dla stopnia elastyczności gospodarki irlandzkiej i dadzą odpowiedź na pytania: (I) czy strukturalne reformy przeprowadzone jeszcze w latach 90. pozwolą powrócić tej gospodarce na ścieżkę średniookresowego wzrostu, (II) czy na ponowne ożywienie gospodarcze będzie trzeba czekać znacznie dłużej, podobnie jak w wielu uprzemysłowionych krajach, które przechodziły załamania na rynku nieruchomości w ostatnich 30 latach<sup>55</sup>.

Od 2006 r. realne ceny mieszkań spadają

### 6.1.2 Mechanizmy łagodzenia akcji kredytowej

Ryzyko związane z możliwością narastania nadmiernej akcji kredytowej zostało w Irlandii niedocenione przez nadzorców sektora bankowego. Jedną z przyczyn tego stanu rzeczy był początkowo niski poziom konkurencji na krajowym rynku bankowym, czego rezultatem był zbyt wysoki poziom kosztów i obciążeń dla klientów. W konsekwencji, zwiększona konkurencja była początkowo postrzegana wyłącznie jako korzystne zjawisko, ułatwiające dostęp do kredytu (niskie stopy procentowe, niskie marże, wskaźniki LtV na poziomie 100%). Dzięki ułatwionemu finansowaniu, banki mogły ponadto zaoferować firmom i gospodarstwom domowym produkty kredytowe pozwalające na refinansowanie dotychczasowego zadłużenia.

Nadzór irlandzki początkowo postrzegał konkurencję w udzielaniu kredytów jako wyłącznie korzystne zjawisko

W celu wprowadzenia jednolitej kontroli nad całym sektorem finansowym, bank centralny Irlandii przekształcono 1 maja 2003 roku w jednostkę obejmującą dwie instytucje: bank centralny i nadzór finansowy (*Central Bank and Financial Services Authority of Ireland – CBFSAI*). Bank centralny skoncentrował się na zagadnieniach makroekonomicznych, w tym analizie stabilności systemu finansowego, w kompetencji nowej instytucji leżało natomiast monitorowanie poszczególnych podmiotów finansowych i ochrona praw konsumentów. Wobec narastającego boomu kredytowego, nowo powstała instytucja nadzorcza miała do dyspozycji szereg instrumentów nadzorczych wobec banków, o różnej skuteczności. Spośród dostępnych środków w praktyce skorzystano jedynie z możliwości zwiększenia wymagań kapitałowych i zastosowania perswazji słownej. Nie zdecydowano się m.in. na wprowadzenie ograniczeń dotyczących określonych parametrów kredytowych, takich jak nakładanie ogólnych pułapów na współczynniki LtV, ograniczanie długości okresu spłaty kredytu czy też planowanych wcześniej limitów sektorowych dla banków w zakresie prowadzonej akcji kredytowej<sup>56</sup>.

W 2003 r. utworzono instytucję skupiającą funkcje banku centralnego i nadzoru finansowego

<sup>54</sup> Realny spadek PKB w Irlandii wynosił -3% w 2008 roku i -7,1% w 2009 roku.

<sup>55</sup> Ostatnie prognozy Komisji Europejskiej z kwietnia 2010 roku wskazują na stopniowe odbudowywanie się wzrostu gospodarczego w Irlandii. W 2011 roku prognozowany realny wzrost PKB wynosi 3% (vide: *EC Economic Forecasts – Spring 2010*, European Commission, 2010).

<sup>56</sup> *The Irish Banking Crisis Regulatory and Financial Stability Policy 2003–2008*. A Report to the Minister for Finance by the Governor of the Central Bank, Financial Regulator, 2010.

Działania nadzoru miały charakter komunikacji skierowanej do uczestników rynku

Nadzór irlandzki wielokrotnie wyrażał swoje obawy dotyczące ryzyk zagrażających stabilności finansowej wynikających z niepokojących tendencji na rynku kredytowym. Pomimo tego praktyczne działania początkowo ograniczały się do listów ostrzegawczych kierowanych do prezesów banków. W listach tych ponownie przedstawiano ocenę rozwoju sytuacji na rynku kredytowym i wyrazy zaniepokojenia bieżącą sytuacją. Przedstawiciele nadzoru i banków spotykali się ponadto w celu wymiany poglądów na temat informacji zawartych w cyklicznie publikowanych *Raportach o stabilności systemu finansowego*. Nadzór irlandzki nie sugerował natomiast podjęcia działań lub wprowadzenia środków nadzorczych, jeśli banki nie zdecydują się samodzielnie przeciwdziałać tym zagrożeniom. Listy były również kierowane do ministerstwa finansów, w celu podkreślenia ryzyka wystąpienia potencjalnych negatywnych zjawisk dla stabilności finansowej wynikających z drastycznego wzrostu cen nieruchomości.

Jednocześnie prowadzono prace legislacyjne zmierzające do podniesienia wymogów kapitałowych

Instytucja nadzorcza przygotowywała w tym czasie zmiany przepisów prawnych zmierzające do wprowadzenia wyższych wymogów kapitałowych dla kredytów hipotecznych. Było to spowodowane niespotykanym wcześniej popytem na kredyty mieszkaniowe, opinią Międzynarodowego Funduszu Walutowego o znacznym przewartościowaniu cen nieruchomości w Irlandii, wysoką wartością współczynnika długu gospodarstw domowych do ich przychodów, zwiększoną konkurencją wśród instytucji kredytowych skutkującą obniżeniem standardów kredytowych, jak i zmianą Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej pozwalających na tworzenie mniejszych odpisów na rezerwy na kredyty zagrożone. W rezultacie, zmiany wymogów kapitałowych zostały wprowadzone w marcu 2006 roku i dotyczyły nowych kredytów hipotecznych o wskaźniku LtV powyżej 80%. Waga ryzyka dla tych kredytów wzrastała proporcjonalnie do wskaźnika LtV od 50% do 60%, co skutkowało zwiększeniem wymogu kapitałowego w zakresie funduszy podstawowych z 2% do 2,4% dla kredytów hipotecznych charakteryzujących się wskaźnikiem LtV równym 100%.

Nadzór zbyt późno zastrzył przepisy dot. kredytów udzielanych na spekulacyjny zakup nieruchomości

Kolejnymi pracami podjętymi przez nadzór irlandzki była implementacja dyrektywy unijnej ws. wymogów kapitałowych. Dyrektywa ta zawiera opcje narodowe, pozwalające nadzorcom na dostosowanie niektórych wymogów do sytuacji w ich kraju. Podwyższenie wagi ryzyka dla kredytów udzielanych na zakup nieruchomości komercyjnych w celach spekulacyjnych do 150% skutkowało wzrostem wymogów funduszy *Tier 1* z 4% do 6%. W raporcie skierowanym do ministra finansów nadzorca irlandzki przyznał, że wymienione zmiany zostały wprowadzone zbyt późno (dopiero pod koniec boomu na rynku kredytowym), a zwiększenie wymogów było zbyt delikatne, by miało istotny wpływ na poprawę stabilności finansowej. Wymogi te nie poskutkowały w odpowiednim momencie na tyle wysokim zwiększeniem kosztów kredytów o wysokim LtV, by stały się one nieatrakcyjne dla banków.

Nadzór irlandzki razem z bankami regularnie przeprowadza testy warunków skrajnych sektora

Obecnie nadzór irlandzki przeprowadza regularne testy warunków skrajnych krajowych instytucji kredytowych i ocenia ich odporność na wypadek wystąpienia hipotetycznych scenariuszy szokowych. Biorą w nich udział instytucje uważane za istotne z punktu widzenia stabilności systemu finansowego Irlandii (łącznie dziewięć banków komercyjnych i dwa banki spółdzielcze). Testy przeprowadza się w oparciu o dwa scenariusze – jeden z nich zakłada gwałtowny spadek cen



na rynku nieruchomości, wysoki wzrost stóp procentowych, znaczące wycofanie depozytów, spadek cen akcji i deprecjację kursu EUR/USD, w drugim czynnikiem szokowym jest znaczący wzrost stóp procentowych następujący po delikatnym spowolnieniu gospodarczym<sup>57</sup>.

Banki oceniały jednocześnie wewnętrznie swoją wrażliwość na pięć czynników ryzyka (kredytowe, płynności, kursu walutowego, cen akcji oraz stopy procentowej), co jest następnie analizowane i agregowane przez nadzór w celu porównania istotności tych ryzyk w skali całego sektora<sup>58</sup>.

Banki oceniają swoją wrażliwość na 5 czynników ryzyka

Podjęto również działania mające na celu zwiększenie świadomości społeczeństwa odnośnie ryzyk związanych z boorem na rynku nieruchomości. Bank centralny rozpoczął akcję edukacyjną dotyczącą ryzyka ponoszonego przez pożyczkobiorców na skutek wzrostu cen nieruchomości i związanego z tym wzrostu stóp procentowych. CBFSAI publikuje również regularne raporty analityczne poświęcone różnym aspektom funkcjonowania systemu finansowego, w tym wspomniane wyżej *Raporty o stabilności systemu finansowego*.

Bank centralny prowadził akcję edukacyjną dot. ryzyka

Wszystkie instytucje kredytowe zostały zobowiązane do przeprowadzenia niezależnej weryfikacji zgodności stosowanych przez nie zasad zarządzania ryzykiem i kontroli z najlepszymi praktykami międzynarodowymi. Wprowadzono również bardziej intensywne kontrole pożyczkodawców (szczególnie instytucji udzielających kredytów hipotecznych i komercyjnych) w celu sprawdzenia poprawności tworzonych odpisów na kredyty zagrożone.

Instytucje kredytowe zobowiązano do weryfikacji zasad zarządzania ryzykiem

## 6.2 Hiszpania

### 6.2.1 Charakterystyka boomu kredytowego

W ciągu dekady uczestnictwa Hiszpanii w strefie euro jej realny PKB wzrósł o ponad 40% (prawie dwukrotnie więcej niż strefy euro). Średnia stopa wzrostu PKB wynosiła 3,6% w latach 1999–2007. Procesowi realnej konwergencji, który doprowadził do zwiększenia poziomu PKB *per capita* w Hiszpanii w stosunku do strefy euro do ponad 96% w 2007 r., towarzyszył intensywny rozwój rynku mieszkaniowego od połowy lat 90., czego odzwierciedleniem była rosnąca dynamika akcji kredytowej dla sektora prywatnego. Zjawiskom tym sprzyjały następujące procesy:

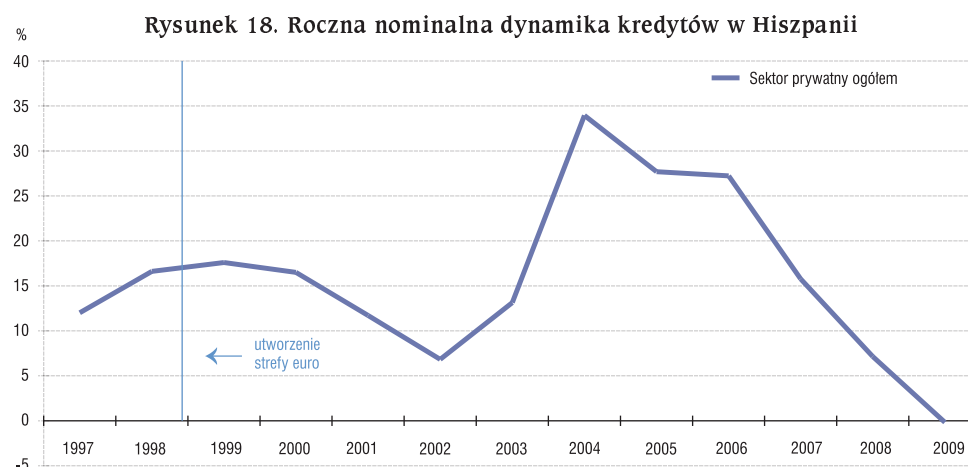
Szybkiemu wzrostowi PKB Hiszpanii po wejściu do strefy euro towarzyszył intensywny rozwój rynku nieruchomości

- silny wzrost popytu krajowego w wyniku osiągniętej w ramach unii gospodarczej i walutowej stabilności makroekonomicznej;
- wzrost zadłużenia sektora gospodarstw domowych i przedsiębiorstw;
- utrzymujące się różnice w poziomach konkurencyjności kosztowo-płacowej w stosunku do innych krajów strefy euro;

<sup>57</sup> Ireland: *Financial System Stability Assessment Update*, IMF Country Report No. 292, 2006.

<sup>58</sup> *Financial Stability Report 2006*, Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, 2006.

- trzykrotny wzrost cen nieruchomości w tym okresie: największy, wynoszący 15%, zanotowano w 2004 roku<sup>59</sup>;
- zbyt łagodna polityka pieniężna w strefie euro w odniesieniu do gospodarki hiszpańskiej<sup>60</sup>.



Źródło: Bank Hiszpanii.

**Dynamika akcji kredytowej osiągnęła 25% w 2006 r.**

W szczytowym okresie boomu kredytowego (2006 r.) roczna dynamika akcji kredytowej sięgała nawet 25%, z czego 15 punktów procentowych przypadło na sektor budownictwa i nieruchomości. Podjęcie niezbędnych działań dostosowawczych miało miejsce dopiero pod koniec 2006 roku, a działania te uległy nasileniu wraz z nadejściem kryzysu w 2007 roku. Korekta na rynku nieruchomości i spowolnienie akcji kredytowej (*Rysunek 18*) wymusiły niekorzystne zmiany innych zmiennych makroekonomicznych. W szczególności dotyczyło to ograniczenia inwestycji i prywatnej konsumpcji oraz skokowego wzrostu stopy bezrobocia z 8,3% w 2007 roku do 18% w 2009 roku<sup>61</sup>.

**Do powstania boomu kredytowego przyczyniło się przyjęcie euro, zjawiska demograficzne oraz zagraniczne inwestycje w nieruchomości**

Wśród czynników odpowiedzialnych za boom na hiszpańskim rynku nieruchomości wymienia się następujące zjawiska<sup>62</sup>:

- członkostwo w strefie euro, które przełożyło się na znaczną redukcję stóp procentowych (o 4 punkty procentowe), co stworzyło zachętę do zaciągania kredytów na korzystniejszych warunkach, przy jednoczesnym zwiększeniu stabilności systemu finansowego<sup>63</sup>.
- czynniki demograficzne: wejście na rynek wyżu demograficznego („baby boom generation”), który w porównaniu z innymi krajami UE pojawił się później, a także masowa imigracja (4 miliony imigrantów napłynęły do Hiszpanii w latach 1998–2007, co odpowiada 10% ludności kraju);

<sup>59</sup> S. Fernández de Lis, A. García Herrero, *The Housing Boom and Bust in Spain: Impact of the Securitisation Model and Dynamic Provisioning*, in: Housing Finance International, 1 September 2008.

<sup>60</sup> Malo de Molina, J. L., *The Experience of Spain with Adjustment in the Euro Area*, Banco de España, Presentation in Lisbon, 30 November 2009.

<sup>61</sup> S. Fernández de Lis, J. Martínez Pagés, J. Saurina, *Credit Growth, Problem Loans and Credit Risk Provisioning in Spain*, Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo n° 0018.

<sup>62</sup> S. Fernández de Lis, A. García Herrero, op. cit.

<sup>63</sup> W szczególności spowodowało to wydłużenie średniego okresu, na jaki udzielano kredytów hipotecznych, z 10 lat w 1990 roku do 28 lat w 2007 roku.

- nabywanie nieruchomości przez obywateli innych krajów UE, zwłaszcza na wybrzeżu Morza Śródziemnego (zagraniczne inwestycje w nieruchomości netto wahały się od 0,5% do 1% PKB w okresie 1999–2007).

### 6.2.2 Mechanizmy łagodzenia akcji kredytowej

Najważniejsze regulacje nadzorcze obejmowały wprowadzenie systemu dynamicznego zawiązywania rezerw na kredyty zagrożone i stosowanie wyższych buforów kapitałowych. W ostatnim okresie szczególną wagę przywiązuje się również do jakości, spójności i przejrzystości bazy kapitałowej. Wprowadza się także i udoskonala instrumenty nadzorcze o charakterze antycyklicznym. Istotnym narzędziem identyfikacji potencjalnych zagrożeń, wynikających z negatywnych szoków zewnętrznych i zawirowań na międzynarodowych rynkach finansowych oraz z narastających nierównowag na krajowym rynku kredytów hipotecznych, są regularnie przeprowadzane przez Bank Hiszpanii testy warunków skrajnych. Wyniki tych ćwiczeń są jednak interpretowane z ostrożnością z uwagi na ich dużą wrażliwość na przyjęte założenia i ograniczoną dostępność odpowiednich danych źródłowych<sup>64</sup>.

Dotychczasowe doświadczenia pokazują, że wysokiej dynamice akcji kredytowej w Hiszpanii nie zdołał zapobiec wprowadzony w 2000 roku, a następnie zmodyfikowany w 2004 roku system zawiązywania dynamicznych rezerw na kredyty zagrożone. Wprowadzenie systemu było odpowiedzią na negatywne zjawiska występujące na rynku kredytowym w gospodarce hiszpańskiej, podlegającej silnym wpływom cykli koniunkturalnych. W okresach dobrej koniunktury następuje wzrost akcji kredytowej, przy czym jej dynamika zwykle jest wyższa, niż wynikałoby to z czynników fundamentalnych, gdyż pojawia się przesadny optymizm zarówno po stronie kredytobiorców, jak i kredytodawców. Kredytobiorcy, przeświadczeni o stabilności zatrudnienia i trwałości wzrostu płac, śmieiej decydują się na zaciąganie zobowiązań, w tym na wyższe sumy i dłuższe okresy, niż ma to miejsce w okresach stagnacji. Banki zaś, chcąc wykorzystać możliwość poszerzenia udziałów rynkowych jak i osiągnięcia dodatkowego zysku (w krótkim horyzoncie czasowym), mają skłonność do obniżania standardów oceny ryzyka kredytowego i udzielania wyższych kredytów. Dodatkowym bodźcem dla banków jest aktywność niebankowych instytucji finansowych, które konkurują na rynku pożyczkowym.

W okresach dobrej koniunktury pojawia się przesadny optymizm wśród kredytobiorców i kredytodawców

Wraz z nadejściem spowolnienia gospodarczego, a szczególnie w sytuacji narastającego kryzysu, w naturalny sposób spada optymizm uczestników rynku finansowego, ustępując miejsca „kryzysowi zaufania”. Banki usztywniają swoją politykę kredytową, przy czym na ogół skala tej zmiany podejścia jest większa, niż wynikałoby to tylko z powrotu do obiektywnych miar ryzyka – następuje daleko idące zaostrzenie kryteriów oceny ryzyka kredytowego.

Okresom spowolnienia towarzyszy kryzys zaufania i usztywnienie polityki kredytowej banków

Ponieważ oba zarysowane zjawiska – zbyt liberalna polityka kredytowa w okresach wzrostu gospodarczego i zbyt restrykcyjna w czasach słabnącej koniunktury – mają charakter silnie procykliczny, przeciwdziałanie im ma szczególne znacze-

W Hiszpanii stosuje się system dynamicznego zawiązywania rezerw

<sup>64</sup> *Financial Stability Report*, Bank of Spain, March 2010.

nie nie tylko dla stabilizowania rynku finansowego, ale i całej gospodarki. Jednym ze sposobów wykorzystywanych przez hiszpański bank centralny do neutralizowania wahań nastrojów rynku kredytowego stał się system dynamicznego zawiązywania rezerw. W systemie tym banki są zobowiązane do opracowania i rozwijania wewnętrznej metodologii oceny jakości portfela kredytowego.

W systemie tym uwzględnia się specyfikę poszczególnych grup kredytów

Banki mogą stosować własne modele, ale istnieje również możliwość skorzystania z modelu *Banco de España*, bazującego na historycznych danych na temat kredytów straconych, przy czym nie jest to model prognostyczny, lecz pozwalający ustalić poziomy rezerw na daną datę bilansową dla poszczególnych grup kredytów (np. hipoteczne, z kart kredytowych, dla małych i średnich przedsiębiorstw, dla administracji publicznej). Model ten odnosi się wyłącznie do działalności kredytowej w samej Hiszpanii i nie może być stosowany do kredytów udzielonych przez hiszpańskie banki za granicą.

Hiszpania odznaczała się konserwatywnym podejściem do sekurytyzacji

Innym instrumentem, który pośrednio przyczynił się do ograniczenia negatywnych skutków zawirowań na hiszpańskim rynku finansowym wywołanych ostatnim kryzysem finansowym, był specyficzny mechanizm sekurytyzacji. Znacząco różnił się od mechanizmów stosowanych w pozostałych krajach Unii Europejskiej<sup>65</sup>. Wynikało to zarówno z odmiennych – zdecydowanie bardziej konserwatywnych – rozwiązań prawnych, jak i z uwarunkowań praktycznych, które ograniczały atrakcyjność transferu aktywów poza bilans banku według popularnego na świecie modelu *originate-to-sell*.

W Hiszpanii sekurytyzacja nie umożliwiała ujmowania aktywów poza bilansem banku

Sekurytyzacja jest narzędziem zarządzania ryzykiem, który poprzez transfer aktywów do innych podmiotów zmniejsza ekspozycję kredytową banku i w efekcie umożliwia dalszą ekspansję kredytową bez zwiększenia jego bazy kapitałowej. Tymczasem w Hiszpanii wykorzystywano ją raczej jako instrument finansowania. Prawne ramy dla sekurytyzacji w Hiszpanii od początku cechowało podejście ostrożne, co miało związek z doświadczeniami kryzysu bankowego na przełomie lat 70. i 80. Jedyny dostępny od 1981 roku instrument sekurytyzacyjny – *covered bonds* – nie pozwalał na transfer aktywów poza bilans. Dopiero w 1992 r. zezwolono na tworzenie *Mortgage Securitisation Funds* z możliwością emitowania *Mortgage Backed Securities (MBS)*, których część mogła być wykazywana poza bilansem. W 1998 r. zezwolono *Asset Securitisation Funds* emitować również papiery wartościowe oparte na innych aktywach niż kredyty hipoteczne.

Nadzór finansowy zniechęcał do wykorzystywania sekurytyzacji do manipulowania bilansami

W kolejnych latach obserwowano rosnącą skłonność do stosowania instrumentów sekurytyzacyjnych typu *off-balance sheet*, ale tylko do 2004 r., kiedy to przyjęto nowe zasady rachunkowości (idące w kierunku spodziewanych MSSF), według których nadzór finansowy stosował ujęcie skonsolidowane wobec instrumentów sekurytyzacyjnych, co skutecznie zniechęcało do sekurytyzacji typu *off-balance sheet*. Konsekwencją zarysowanego stanu prawnego był znikomy udział sekurytyzacji tego typu w łącznej puli sekurytyzacji w Hiszpanii.

<sup>65</sup> S. Fernández de Lis, A. García Herrero, op. cit.

*Metodologia tworzenia odpisów na rezerwy w sposób dynamiczny w Hiszpanii*

W ramach tego systemu banki są zobowiązane do zawiązywania rezerw odzwierciedlających wzrost akcji kredytowej zgodnie z parametrem  $\alpha$ , będącym średnim szacunkiem straconych kredytów w neutralnym roku cyklu koniunkturalnego. Parametr  $\alpha$ , obliczony na podstawie danych historycznych, różni się dla sześciu homogenicznych grup aktywów banku:

1. aktywa wolne od ryzyka – gotówka, papiery dłużne sektora publicznego,
2. kredyty hipoteczne z LTV poniżej 80%, korporacyjne papiery wartościowe z ratingiem A lub wyższym,
3. pożyczki zabezpieczone, kredyty hipoteczne z LTV powyżej 80%,
4. pozostałe pożyczki, w tym udzielone korporacjom oraz małym i średnim przedsiębiorcom,
5. kredyty konsumenckie,
6. karty kredytowe i debety.

Ryzyko kredytowe przekłada się na konkretne straty z różną prędkością w zależności od momentu cyklu koniunkturalnego, dlatego parametr  $\alpha$  jest uzupełniony parametrem  $\beta$ , który pozwala uchwycić ów element cykliczny.

Parametr  $\beta$  to historyczna średnia rezerw celowych, obliczany jest dla każdej z sześciu grup kredytów. Poprzez porównanie parametru  $\beta$  z aktualnym poziomem rezerw celowych, banki otrzymują informacje o fazie cyklu, w której aktualnie się znajduje dany segment rynku kredytowego, a jednocześnie odpowiednio dostosować poziom funduszu rezerwowego. W okresie ekspansji kredytowej  $\beta$  jest większe od aktualnie zawiązywanych rezerw na straty, w okresach recesji zaś – mniejsze. Stąd, po zastosowaniu poniższego wzoru (ujęcie uproszczone dla lepszej czytelności), element cykliczny pozwala na odpowiednie zwiększenie bądź zmniejszenie wielkości funduszu rezerwowego:

$$\text{rezerwa ogólna}_t = \alpha \Delta C_t + (\beta - \text{rezerwy celowe}_t / C_t) C_t$$

gdzie:  $C_t$  – wolumen kredytów,  $\Delta C_t$  – jego przyrost,  $\alpha$  – średni szacunek straconych kredytów w roku neutralnym,  $\beta$  – historyczna średnia rezerw celowych.

Zaletą metody jest to, że nie jest niezbędna dokładna znajomość z innych źródeł aktualnej fazy cyklu koniunkturalnego, stosowana formuła uwzględnia bowiem aktualny poziom utworzonych rezerw celowych, który pozostaje w związku z fazami cyklu.

Hiszpańskie banki mają obowiązek ujawniania aktualnej wysokości dynamicznych rezerw, co pozwala na wyeliminowanie ich wpływu w analizie rachunku zysków i strat.

Konstrukcja dynamicznych rezerw stanowi system wczesnego ostrzegania przed nawarstwiającymi się stratami w portfelach kredytowych banków. Jego zaletą jest przejrzystość, oparcie na zdefiniowanych zasadach i wzorze matematycznym, umożliwiającym porównywanie banków między sobą. Jest użyteczny nie tylko dla kadry zarządzającej bankiem, ale również dla inwestorów. Przedstawiciele Banco de España podkreślają, że okazał się przydatny w trakcie aktualnego kryzysu.

Źródło: Saurina J., *The Issue of Dynamic Provisioning. A Case Study*, Financial Reporting in a Changing World, European Commission Conference, Brussels, 7–8 May 2009.

## 6.3 Portugalia

### 6.3.1 Charakterystyka boomu kredytowego

W Portugalii do boomu kredytowego przyczynił się m.in. spadek stóp procentowych, eliminacja ryzyka kursowego, liberalizacja przepisów

W drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych boom kredytowy w Portugalii był w szczególności determinowany procesem realnej konwergencji i integracji walutowej. Do silnego wzrostu akcji kredytowej doprowadziły:

- spadek stóp procentowych do poziomu bardziej rozwiniętych krajów UE;
- rozluźnienie ograniczenia płynnościowego dla gospodarki portugalskiej;
- wzrost oczekiwań dotyczących przyszłego poziomu dochodów i zysków związanych z przystąpieniem Portugalii do strefy euro;
- efektywna eliminacja ryzyka kursu walutowego, która w połączeniu z liberalizacją i deregulacją finansową zwiększyła skłonność sektora bankowego do zaspokajania zwiększonego krajowego popytu na kredyt (polityka akomodacyjna). Był to kluczowy czynnik pobudzający ekspansję kredytową, ponieważ pozwolił sektorowi bankowemu na jej tanie refinansowanie za granicą.

Tabela 6. Alokacja wzrostu kredytu w Portugalii

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	<b>Realny wzrost kredytu (% r/r, deflowany przez HICP)</b>											
Ogółem	-12,6	13,8	19,8	16,1	20,0	29,0	8,5	4,9	6,0	1,9	-5,3	4,0
Prywatny	2,7	8,5	11,5	15,9	26,1	25,7	19,8	8,4	5,4	0,1	1,7	5,5
w walucie krajowej					26,8	27,9	21,2	9,4	5,9	0,5	1,9	5,4
w walucie zagranicznej					14,4	-15,4	-16,8	-30,1	-25,8	-31,7	-15,4	9,2
Gospodarstwa domowe	17,0	21,8	21,7	21,9	29,5	25,5	18,2	5,6	5,6	-1,9	4,5	8,3
w walucie krajowej					30,2	25,8	18,3	5,4	5,9	-1,8	4,4	8,2
w walucie zagranicznej					-5,7	-2,5	-15,3	-21,0	-27,0	-24,8	-15,6	-13,3
Prywatne przedsiębiorstwa	-5,2	-0,5	2,8	11,8	22,4	25,9	21,7	11,6	5,2	2,3	-1,1	2,4
w walucie krajowej					23,2	30,9	24,6	13,8	6,2	3,0	-0,9	2,3
w walucie zagranicznej					0,4	-2,8	0,6	-5,6	-4,0	0,1	-5,9	-4,4
	<b>Wolumen kredytu (% PKB)</b>											
Ogółem	68,2	74,8	86,8	95,0	107,2	131,6	137,2	142,0	149,0	154,5	144,4	148,8
Prywatny	51,8	54,2	58,5	63,8	75,7	90,6	104,2	111,5	116,4	118,5	118,9	124,3
w walucie krajowej				60,2	71,7	87,4	101,6	109,8	115,1	117,6	118,2	123,5
w walucie zagranicznej				3,7	4,0	3,2	2,5	1,8	1,3	0,9	0,7	0,8
Gospodarstwa domowe	21,1	24,7	29,1	33,5	40,7	48,7	55,2	57,6	60,2	60,0	61,9	66,4
w walucie krajowej				32,6	39,9	47,8	54,3	56,5	59,2	59,1	60,9	65,2
w walucie zagranicznej				0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Prywatne przedsiębiorstwa	30,2	29,0	28,8	30,4	35,0	41,9	48,9	53,9	56,2	58,4	57,0	57,8
w walucie krajowej				27,0	31,2	38,9	46,6	52,3	55,0	57,6	56,4	57,1
w walucie zagranicznej				3,4	3,2	3,0	2,9	2,7	2,5	2,6	2,4	2,3

Źródło: dane – Bank Portugalii, za: *What do the Sources and Uses of Funds Tell Us about Credit Growth in Central and Eastern Europe?*, op. cit.

Tabela 7. Kredyt dla sektora prywatnego w 1999 roku (% PKB)

Portugalia	121,3
Irlandia	107,4
Hiszpania	92,9
Inne kraje UE*	81,7

\* z wyłączeniem Luksemburga

Źródło: dane MFW (IFS); za: *Portugal: 2000 Article IV Consultation – Staff Report: op.cit.*

W wyniku dynamicznego wzrostu akcji kredytowej w drugiej połowie lat 90., wskaźnik kredytu do PKB w Portugalii był drugim – po Holandii – najwyższym wskaźnikiem w strefie euro na koniec 1999 roku (*Tabela 6 i Tabela 7*). Ekspansja kredytowa rozpoczęła się w latach 1995–1996, znacząco przyspieszyła w latach 1997–1999 i osiągnęła apogeum na koniec tego okresu, kiedy realny wzrost kredytu wynosił 29% w skali roku. Kredyty do gospodarstw domowych (z czego trzy czwarte stanowiły kredyty hipoteczne) wzrosły o około 25 punktów procentowych w stosunku do PKB w latach 1997–1999 (do około 50% PKB na koniec okresu). Realne krótkoterminowe stopy procentowe spadły ze średniego poziomu 5,5% w 1993 roku do 0,6% w 1998 roku, a następnie były efektywnie ujemne na poziomie -0,3% w 1999 roku. Po 1999 roku stopa wzrostu kredytu powróciła do poziomu 0,5% w ciągu trzech lat.

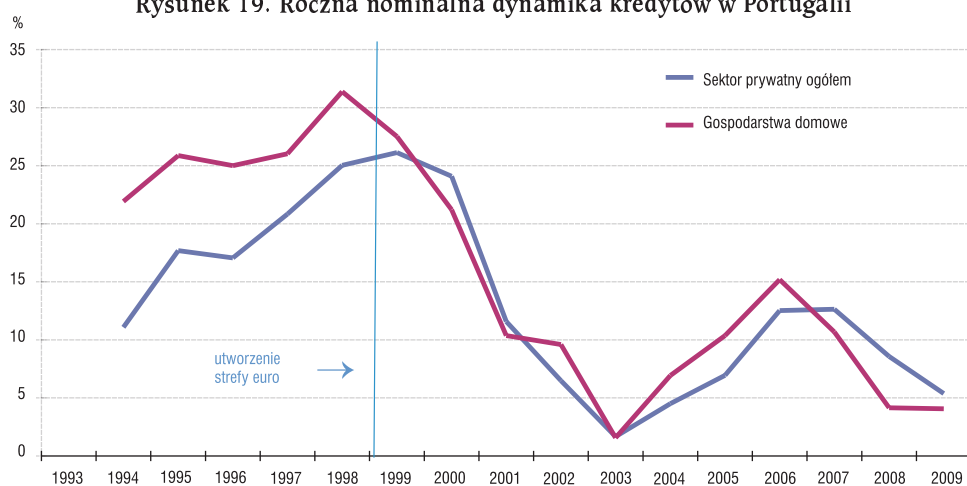
Wzrost akcji kredytowej w Portugalii należał do największych w strefie euro

Cechą charakterystyczną był silny wzrost kredytu do sektora prywatnego wynoszący realnie 26% w 1998 roku, udzielanego głównie w walucie krajowej. Pierwotnie ekspansja rozpoczęła się w sektorze mieszkaniowym w latach 1994–1996, a następnie sektor przedsiębiorstw osiągnął w latach 1996–1997 podobne stopy wzrostu kredytu co gospodarstwa domowe, dochodząc do 25% w 1998 roku<sup>66</sup>. W efekcie, nominalne tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych przekraczało 20% w latach 1997–2000 (*Rysunek 19*), roczne tempo wzrostu PKB przekraczające 4% było wyższe niż średni poziom UE. Obu tym zjawiskom towarzyszyło narastanie nierównowag wewnętrznych w gospodarce w postaci:

Wzrostowi akcji kredytowej towarzyszyło narastanie nierównowag w gospodarce

- ekspansji popytu krajowego nieodzwierciedlonej we wzroście potencjału produkcyjnego;
- niemal dwukrotnego wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych w relacji do ich dochodu do dyspozycji (z 42% w 1995 roku do poziomu 83% w 2001 roku);
- narastania deficytu na rachunku obrotów bieżących, który pogłębił się z poziomu 2,9% PKB w 1995 roku do 10,8% w 2000 roku;
- gwałtownego wzrostu zadłużenia zagranicznego netto z około 10% PKB na koniec 1996 roku do 40% PKB na koniec 2000 roku i 60% PKB na koniec 2004 roku.

Rysunek 19. Roczna nominalna dynamika kredytów w Portugalii



Źródło: Bank Portugalii.

<sup>66</sup> *What Do the Sources and Uses of Funds Tell Us about Credit Growth in Central and Eastern Europe?*, op. cit.

Szybko rosła relacja kredytów do depozytów

W celu finansowania nadmiernej ekspansji kredytowej, banki zredukowały swoje zaangażowanie w papiery skarbowe, lokaty na międzybankowym rynku strefy euro oraz emisję akcji i papierów wartościowych. Aktywa zagraniczne netto sektora bankowego spadły znacząco, a wskaźnik kredytu do depozytu, wynoszący średnio około 60% w latach 1989–1995, wzrósł szybko do 110% pod koniec 1999 roku. Podczas gdy kapitał banków wzrósł o około 12% w 1999 roku, wskaźnik adekwatności kapitałowej dla sektora bankowego zmalał do 11,8% z 12,4% w 1998 roku.

Nierównowagi ekonomiczne doprowadziły do silnego spowolnienia gospodarczego

Na skutek korekty narosłych nierównowag makroekonomicznych, po okresie boomu rozwojowego i kredytowego nastąpił okres silnego spowolnienia gospodarczego. Za główne przyczyny spowolnienia wzrostu gospodarczego w latach 2001–2004 uznaje się:

- nierównowagę na rachunku obrotów bieżących, narastającą w wyniku boomu konsumpcyjnego i inwestycyjnego;
- procykliczną politykę fiskalną; boom kredytowy i konwergencja stóp procentowych nie zostały wykorzystane na zmniejszenie zadłużenia sektora finansów publicznych, spadek kosztów odsetkowych nie wpłynął bowiem na spadek deficytu strukturalnego;
- spadek efektywności inwestycji prowadzący do pogarszającej się wydajności czynników wytwórczych;
- ekspansywną politykę płacową i zatrudnieniową w okresie boomu gospodarczego, która doprowadziła do nadmiernej presji płacowej i szybkiego wzrostu kosztów pracy (w latach 1995–2002 jednostkowe koszty pracy wzrosły w Portugalii o 20% ponad średnią w UE);
- niską konkurencyjność cenową produktów portugalskich, wynikającą m.in. z nadmiernego wzrostu kosztów pracy i prawdopodobnie przewartościowanego poziomu kursu konwersji.

Pomimo spowolnienia banki portugalskie utrzymały rentowność i bezpieczny poziom kapitałów

Mimo niekorzystnych warunków ekonomicznych, będących skutkiem spowolnienia gospodarczego po okresie boomu kredytowego jak i zmniejszających się różnic w stopach procentowych, banki portugalskie utrzymały rentowność i wzmocniły pozycje kapitałowe. Pod koniec pierwszej połowy obecnej dekady współczynnik adekwatności kapitałowej wynosił 11,3%, udział kredytów zagrożonych (NPL) obniżył się do historycznie niskiego poziomu w stosunku do portfela kredytowego (1,6% w 2005 roku), podczas gdy rezerwy bilansowe (liczone wg standardów międzynarodowych) wynosiły 63% NPL. Potencjalne źródła ryzyka stanowiły natomiast wysoki poziom zadłużenia tak gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw oraz wysoka koncentracja sektorowa ekspozycji banków (dotyczy to szczególnie sektora nieruchomości i kredytów na cele konsumpcyjne).

W Portugalii nie nastąpił tak szybki wzrost cen nieruchomości, jak w Hiszpanii i Irlandii

Różnica między doświadczeniami Portugalii a doświadczeniami Irlandii oraz Hiszpanii polega na tym, że silny wzrost popytu krajowego i silny wzrost kredytu dla sektora prywatnego nie doprowadził do wzrostu cen nieruchomości ze względu na reakcję ze strony podaźowej.

### 6.3.2 Mechanizmy łagodzenia akcji kredytowej

W Portugalii banki komercyjne, z których największe funkcjonują w ramach konglomeratów finansowych, były w przeważającej większości odpowiedzialne za



pośrednictwo finansowe. W okresie boomu kredytowego, jak i bezpośrednio po nim funkcjonowało w Portugalii około 60 banków, z czego ponad jedna trzecia była oddziałami banków zarejestrowanych w innych krajach UE. Jednocześnie państwo miało znaczący udział w sektorze bankowym, dzięki pełnej kontroli nad jednym z dwóch największych banków – *Caixa Geral de Depósitos*<sup>67</sup>.

Banki portugalskie działają głównie w ramach konglomeratów finansowych

Organizacja nadzoru nad sektorem finansowym w Portugalii jest kombinacją tradycyjnego podejścia sektorowego z częściowo zintegrowanym podejściem funkcjonalnym. Nadzór mikroostrożnościowy instytucji kredytowych, firm inwestycyjnych i innych instytucji finansowych został powierzony Bankowi Portugalii, a sektorów ubezpieczeń, reasekuracji i funduszy emerytalnych jest prowadzony przez *Instituto de Seguros de Portugal* (ISP). Ponadto, nadzór międzysektorowy czuwający nad prowadzeniem pośrednictwa finansowego na rynku kapitałowym zgodnie z regułami wolnego rynku pozostaje w gestii *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* (CMVM).

Organizacja nadzoru łączy podejście funkcjonalne z sektorowym

Pod wpływem dynamicznego rozwoju sektora finansowego i silnie narastającej akcji kredytowej, utworzono w 2000 roku nadrzędne ciało nadzorcze – Narodową Radę Nadzorców Finansowych (*Conselho Nacional de Supervisores Financeiros* – CNSF) – koordynujące działania trzech wyżej wymienionych agencji. Rada ta miała za zadanie zwiększyć efektywność nadzoru nad konglomeratami finansowymi (m.in. poprzez wypracowanie stanowiska Portugalii wobec unijnej dyrektywy dotyczącej wytycznych kapitałowych dla konglomeratów finansowych), jak i formułować propozycje regulacji nadzorczych obejmujących swoim zakresem merytorycznym więcej niż jedną agencję nadzorczą (m.in. przygotowanie przepisów pozwalających bankom na emisję produktów strukturyzowanych przy uwzględnieniu specyfiki tradycyjnej oferty papierów wartościowych). Te zmiany zostały pozytywnie przyjęte przez MFV, który w 2006 roku ocenił dotychczasowe funkcjonowanie portugalskiego nadzoru nad instytucjami finansowymi jako aktywne, profesjonalne, dobrze zorganizowane i wysoce zgodne ze standardami międzynarodowymi<sup>68</sup>.

W 2000 r. utworzono instytucję koordynującą działania trzech agencji nadzorczych

Dynamiczny wzrost akcji kredytowej w drugiej połowie lat 90. (kredyty w większości o zmiennej stopie procentowej) zwiększał obawy portugalskiego nadzoru o pogorszenie jakości oceny zdolności kredytowej pożyczkobiorców, zwłaszcza w okresie kiedy banki podlegały procesowi restrukturyzacji. Duży niepokój budził też znaczący wzrost obciążeń gospodarstw domowych związanych z obsługą zadłużenia. Według szacunków, w 1999 roku ciężar związany z obsługą zadłużenia portugalskich gospodarstw domowych osiągnął poziom 22% ich dochodów do dyspozycji, dla kredytu o przeciętnej zapadalności (15 lat). Bank Portugalii oszacował ponadto na podstawie danych za 1998 rok, że wzrost stóp procentowych o 100 punktów bazowych powinien zwiększyć obciążenia związane ze spłatą zadłużenia gospodarstw domowych o kolejne 6,5%<sup>69</sup>.

Szczególny niepokój nadzoru budził znaczący wzrost obciążeń gospodarstw domowych związanych z obsługą zadłużenia

<sup>67</sup> Portugal: *Financial Sector Assessment Program—Detailed Assessment of Observance of the Basel Core Principles for Effective Banking Supervision*, IMF Country Report, No. 33, 2007.

<sup>68</sup> Portugal: *Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Banking Supervision, Securities Regulation, and Insurance Regulation*, IMF Country Report, No. 378, 2006.

<sup>69</sup> Portugal: *2000 Article IV Consultation – Staff Report: Supplement to the Staff Report; and Public Information Notice Following Consultation*, IMF Staff Country Report, No. 152, 2000.

W Portugalii istniały czynniki hamujące nadmierny wzrost akcji kredytowej

Dla odmiany, do czynników ograniczających ryzyka związane ze wzrostem kredytu dla gospodarstw domowych zaliczano następujące okoliczności: (I) kredyty hipoteczne były niemal wyłącznie udzielane w celu nabycia pierwszego mieszkania, (II) w odróżnieniu od późniejszych boomów kredytowych w Irlandii i Hiszpanii, nadmiernemu wzrostowi akcji kredytowej w Portugalii nie towarzyszył drastyczny wzrost cen na rynku nieruchomości, (III) na poziomie całego sektora wskaźnik LtV wynosiły efektywnie około 70%, podobnie jak w innych krajach UE.

Nadzór stosował środki mikroostrościowe, mające złagodzić akcję kredytową

W następstwie nasilającego się boomu kredytowego nadzór portugalski podjął szereg działań mikroostrościowych i nadzorczych, których celem było złagodzenie akcji kredytowej<sup>70</sup>. Większość z nich została wprowadzona pod koniec lat 90. lub na początku bieżącej dekady. W szczególności wprowadzono następujące środki:

- Na początku 1999 roku zaostrzono wymogi tworzenia odpisów na rezerwy na zagrożone kredyty konsumpcyjne. Zaostrzono również wymogi kapitałowe dla kredytów hipotecznych charakteryzujących się LtV przekraczającym 75%.
- Wprowadzono system tworzenia odpisów na rezerwy na kredyty zagrożone, bazujący na średnim poziomie portfela kredytowego w okresie cyklu koniunkturalnego (podobny do systemu hiszpańskiego). Ponadto, dostosowano w latach 2002–2003 klasyfikacje kredytów i odpisów na rezerwy do standardów międzynarodowych prezentujących kompleksowe podejście oparte na analizie ryzyka (*the concept of impairment*). Bank Portugalii ostatecznie ustalił ogólny system zawiązywania rezerw ze względu na ryzyko kredytowe na poziomie 1% wartości udzielonego kredytu z wyjątkiem kredytów konsumpcyjnych (1,5%) i kredytów hipotecznych (0,5%). Oprócz tego dostosował specyficzny system zawiązywania rezerw ze względu na rodzaj pożyczki, rodzaj zabezpieczeń i długość opóźnienia w spłacie kredytu (*Tabela 8*).
- Położono silniejszy nacisk na opracowanie metodologii i przeprowadzanie testów warunków skrajnych w celu identyfikacji banków zaangażowanych w ryzykowne transakcje, a następnie ocenę skali ich niezbędnego dostosowania w zakresie wymogów kapitałowych i poziomu rezerw bilansowych. Początkowo badano odporność portugalskich banków na negatywne szoki makroekonomiczne wywołane recesją w przemyśle i gospodarce, wzrostem stóp procentowych czy spadkiem cen aktywów i dochodów. W połowie obecnej dekady Bank Portugalii wspólnie z MFW przeprowadził kompleksowe stres testy sektora bankowego zarówno metodą *top-down* jak i *bottom-up*<sup>71</sup>.
- Wprowadzono nowe wymogi dotyczące sposobu i metod raportowania poziomu płynności w bankach, jak również nowe wytyczne dotyczące kontrolowania ekspozycji banków na krótkoterminowe finansowanie rynkowe.
- Wzmocniono dyscyplinę rynkową instytucji kredytowych poprzez zwiększenie zakresu informacji ujawnianych publicznie przez instytucje finansowe (*public disclosure*).
- Wzmocniono monitoring jakości działania sektora bankowego, a w szczególności jakości procesu i praktyk związanych z zarządzaniem ryzykiem kredytowym.
- W celu zwiększenia efektywności narzędzi nadzorczych pracowano również nad zmianą formatu systemu rejestru kredytowego (*Central de Riscos*), w któ-

<sup>70</sup> Portugal: 2000 Article IV Consultation – Staff Report: op. cit.

<sup>71</sup> Portugal: Financial System Stability Assessment – Technical Note – Stress Testing, IMF Country Report, No. 34, 2007.

rego ramach banki były zobligowane do komunikowania ratingu dla każdego kredytu powyżej określonej kwoty.

- Dostosowano regulacje kapitałowe i przygotowano przewodnik nadzorczy w celu ułatwienia i zwiększenia transparentności sekurytyzacji aktywów sektora bankowego. W szczególności celem wprowadzenia nowych przepisów było zwiększenie gwarancji, że bezpieczny poziom kapitału będzie w bankach utrzymany po przeprowadzeniu sekurytyzacji. To stwarzało bodźce do właściwej oceny ryzyk związanych z udzielaniem przez bank pożyczek, jak i do właściwego monitoringu przebiegu procesów sekurytyzacyjnych.

Po 1999 roku zaobserwowano znaczący spadek dynamiki akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i kredytów konsumpcyjnych w następstwie spowolnienia gospodarczego zakończonego recesją w 2003 roku<sup>72</sup>, podwyżki stóp procentowych przez EBC jak i podjętych działań nadzorczych. Stosunkowo najwolniej zmniejszała się realna dynamika kredytów hipotecznych, które w ujęciu nominalnym wciąż rosły<sup>73</sup>. W opinii Banku Portugalii okres, w którym pod wpływem kończącego się procesu liberalizacji finansowej (początek lat 90.) wprowadzono zmiany w infrastrukturze nadzorczej, okazał się kluczowy dla utrzymania stabilności sektora bankowego w Portugalii<sup>74</sup>. W jego ocenie inne kraje OECD, które przeprowadziły wcześniej liberalizację nie ustrzegły się kryzysu bankowego ponieważ nie dostosowały w porę struktury nadzorczej.

W ocenie nadzoru zmiany w infrastrukturze nadzorczej uchroniły Portugalie przed takim kryzysem, jaki dotknął inne kraje OECD

Tabela 8. System zawiązywania odpisów na rezerwy na kredyty zagrożone w Portugalii

Długość opóźnienia w spłacie kredytu	Bez gwarancji	Z grawancjami				
		Zabezpieczone przez gwarancje osobiste	Brak zastawu hipotecznego	Zastaw hipoteczny		
				Inne przypadki	Stanowiący własność kredytobiorcy	
					LtV ≥ 75%	LtV < 75%
do 3 mcy	1	1	1	1	0,5	0,5
3-6 mcy	25	10	10	10	10	10
6-9 mcy	50	25	25	25	25	25
9-12 mcy	75	50				
12-15 mcy	100	75	50	50	50	50
16-18 mcy		100				
18-24 mce			100	100		
24-30 mcy					100	100
30-36 mcy		100	100			
36-48 mcy				100	100	
48-60 mcy		100	100			
ponad 60 mcy						

Źródło: Portugal: Financial Sector Assessment Program..., 2007, op. cit.

<sup>72</sup> Od kwietnia 1999 roku do października 2000 roku podstawowa stopa referencyjna EBC wzrosła o 2,25 punktu procentowego (z 2,5% do 4,75%). Spowolnienie gospodarcze w Portugalii było efektem połączenia kilku zjawisk, tj. konieczności powrotu gospodarki do stanu równowagi po okresie boomu kredytowego, spowolnienia gospodarczego u głównych partnerów handlowych, wzrostu cen ropy oraz procyklicznej polityki fiskalnej.

<sup>73</sup> P. Hilbers i in., *Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies*, op. cit.

<sup>74</sup> *The Portuguese Economy in the Context of Economic, Financial and Monetary Integration*, Economic and Research Department, Banco de Portugal, 2009.

## 6.4 Podsumowanie działań nadzorczych w krajach EUR 3

Organy nadzoru nie były bierne wobec zagrożeń, ale skuteczność ich działań okazała się niewystarczająca

Stabilizacyjne mechanizmy nadzorcze, jakie stosowały instytucje nadzorujące rynek finansowy w krajach EUR 3 (*Tabela 9*) okazały się niewystarczające wobec skali zachodzących zjawisk rynkowych, zwłaszcza bezprecedensowego rozwoju rynku nieruchomości. W przypadku niektórych instytucji ostrożne podejście do rozwoju innowacyjnych i jednocześnie ryzykownych mechanizmów finansowych okazało się pomocne w walce z nadmiernym wzrostem akcji kredytowej, mimo że zastosowanie konserwatywnych środków nadzorczych nie wynikało bezpośrednio z chęci hamowania wzrostu kredytów<sup>75</sup>.

Automatyczne dostosowania makroekonomiczne okazują się niewystarczające dla schładzania gospodarki

Warto również podkreślić, że Hiszpania i Irlandia należą do tych krajów, w których proces realnej konwergencji był bardzo zaawansowany jeszcze przed przystąpieniem do strefy euro. Zatem okoliczność ta nie stanowi zabezpieczenia przed ryzykiem wystąpienia niestabilnego wzrostu akcji kredytowej<sup>76</sup>. Możliwe byłoby wysnucie wniosku, że automatyczne dostosowania makroekonomiczne nie okazują się wystarczające dla skutecznego przeciwdziałania przegrzaniu gospodarki na skutek wystąpienia wstrząsu asymetrycznego w strefie wspólnej waluty, któremu dodatkowo towarzyszy niezrównoważony wzrost akcji kredytowej. Jako przykład wskazać można gospodarkę irlandzką, która ulegała przegrzaniu, a jednocześnie nie dało się określić praktycznie żadnego narzędzia makroekonomiczne, dzięki któremu byłoby możliwe schłodzenie gospodarki. Polityka makroekonomiczna stała się w tej sytuacji niemal bezsilna wobec zjawiska asymetrycznego przegrzania gospodarki<sup>77</sup>.

Konieczne jest równoległe stosowanie narzędzi mikroostrożnościowych i polityki makroekonomicznej

W tej sytuacji konieczne jest wyjście poza krąg niezależnego stosowania polityk makroekonomicznych w reakcji na zjawiska zachodzące głównie w sferze gospodarki realnej, jak i instrumentów mikroostrożnościowych reagujących na zmiany zachodzące na rynkach finansowych i zastosowanie spójnej polityki makroostrożnościowej (*macroprudential policy*), mającej na celu przeciwdziałanie negatywnym sprzężeniom między nadmierną akcją kredytową i narastaniem nierównowag w gospodarce. Wymaga to jednak współdziałania wszystkich instytucji współtworzących sieć bezpieczeństwa finansowego. W szczególności, oprócz działań zwiększających dyscyplinę fiskalną czy elastyczność rynków pracy, konieczne jest jednoczesne stosowanie aktywnej polityki nadzorczej wobec sektora bankowego (wykorzystującej przykładowo dynamiczny system tworzenia odpisów na rezerwy na kredyty zagrożone)<sup>78</sup>. W celu prowadzenia skutecznej polityki antycyklicznej nadzorca bankowi powinni mieć uprawnienie do dostosowywania wskaźników adekwatności kapitałowej banków do aktualnej fazy cyklu koniunkturalnego, zwłaszcza w krajach przystępujących do strefy euro, w których rezygnuje się z niezależnego stosowania polityki pieniężnej i kursowej. Jak pokazują doświadczenia krajów EUR 3, możliwość importowania wiarygodności bardziej

<sup>75</sup> Chodzi m.in. o dostosowania przepisów hiszpańskich w zakresie mechanizmu sekurytyzacji.

<sup>76</sup> A. Sławiński, *Lessons from the Euro Zone Experiences for the CEE Entrants*, op. cit.

<sup>77</sup> O dylemacie irlandzkim w latach 2000–2001 i o tzw. „koszmarze makroekonomisty” pisze Orłowski w: W. M. Orłowski, *Optymalna ścieżka do euro*, Wydawnictwo Naukowe SCHOLAR, Warszawa, 2004.

<sup>78</sup> A. Sławiński, *Lessons from the Euro Zone Experiences for the CEE Entrants*, op. cit.

rozwinętego gospodarczo obszaru wspólnej waluty może osłabiać ich determinację do antycyklicznego ograniczania akcji kredytowej<sup>79</sup>.

**Tabela 9. Lista najważniejszych instrumentów nadzorczych zastosowanych w krajach EUR 3**

<p><b>Irlandia</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• list ostrzegawczy (<i>letter of concern</i>) przesłany przez bank centralny bankom komercyjnym;</li> <li>• zobowiązanie wszystkich instytucji kredytowych do przeprowadzenia niezależnej weryfikacji zgodności stosowanych przez nie zasad zarządzania ryzykiem i kontroli z najlepszymi praktykami międzynarodowymi;</li> <li>• bardziej intensywne kontrole pożyczkodawców (szczególnie instytucji udzielających kredytów hipotecznych i komercyjnych) w celu sprawdzenia poprawności tworzonych odpisów na kredyty zagrożone;</li> <li>• utworzenie agencji regulującej i nadzorującej cały sektor finansowy (<i>Central Bank and Financial Services Authority of Ireland – CBFSAI</i>);</li> <li>• podwyższenie wagi ryzyka dla kredytów hipotecznych o wysokim poziomie wskaźnika LtV do maksymalnie 60%, co skutkowało wzrostem wymagań kapitałowych <i>Tier 1</i> dotyczących tych kredytów z 2% do 2,4%, a następnie podwyższenie wagi ryzyka dotyczących spekulacyjnych nieruchomości komercyjnych do 150% (wzrost wymogów z 4% do 6%).</li> </ul>
<p><b>Hiszpania</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• wprowadzenie dynamicznego sposobu tworzenia odpisów na rezerwy;</li> <li>• monitorowanie wskaźników wyprzedzających (<i>forward-looking indicators</i>) wskazujących na potencjalne trudności w obsłudze zadłużenia;</li> <li>• aktywna komunikacja skierowana do instytucji kredytowych niestosujących się do przepisów i standardów zarządzania ryzykiem kredytowym.</li> </ul>
<p><b>Portugalia</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• utworzenie Narodowej Rady Nadzorców Finansowych koordynującej prace nadzorcze wszystkich segmentów rynku finansowego;</li> <li>• wprowadzenie systemu tworzenia odpisów na rezerwy obliczanych na podstawie precyzyjnego kształtowania się struktury portfela kredytowego w okresie cyklu koniunkturalnego;</li> <li>• zwiększone wymogi kapitałowe dla kredytów hipotecznych charakteryzujących się wskaźnikiem LtV przekraczającym 75%;</li> <li>• przeprowadzenie testów warunków skrajnych sektora bankowego;</li> <li>• zwiększenie zakresu informacji ujawnianych publicznie przez instytucje kredytowe;</li> <li>• wzmocnienie procesu i praktyk zarządzania ryzykiem kredytowym;</li> <li>• usprawnienie systemu rejestru kredytowego;</li> <li>• regulacje kapitałowe i przewodnik nadzorczy ułatwiający sekurytyzację aktywów.</li> </ul>

Źródło: Brzoza-Brzezina M., *Lending Booms in the New EU Member States. Will Euro Adoption Matter?*, ECB Working Paper Series, No. 543, November 2005; *The Irish Banking Crisis Regulatory and Financial Stability Policy 2003–2008*. A Report to the Minister for Finance by the Governor of the Central Bank, Financial Regulator, 2010; *Portugal: 2000 Article IV Consultation – Staff Report*: op. cit.; Hilbers P i in., *Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies*, op. cit.

<sup>79</sup> A. Aheorne i in. wskazują wprost, że: "...there is little political incentive for national governments to lean against the wind of housing bubbles within the euro area system...", (vide: A. Aheorne, J. Delgado, J. von Weizsäcker, *How to Prick Local Housing Bubbles in a Monetary Union: Regulation and Countercyclical Taxes*, op. cit.).



## 7. KONKLUZJE

Analiza zmian relacji wolumenu kredytu do PKB w krajach EUR 3 na tle ich średniego poziomu dla całej strefy euro potwierdza występowanie boomów kredytowych w różnych okresach w tych trzech krajach. Równocześnie zwracają uwagę podobne tendencje w dynamice zmiennych makroekonomicznych w trakcie boomów kredytowych, w okresach je poprzedzających i po ich wygaśnięciu. W szczególności dotyczy to zmian kierunku odchylenia się PKB i inwestycji od trendu po wygaśnięciu boomu, narastania deficytów obrotów bieżących w trakcie trwania boomu, a także po jego zakończeniu oraz istotnego wzrostu realnych jednostkowych kosztów pracy<sup>80</sup>.

Integracja walutowa ułatwiła krajom EUR 3 pozyskiwanie oszczędności zagranicznych. Z drugiej strony lepsze warunki dostępu do finansowania akcji kredytowej nie przyczyniły się do jego optymalnego i zrównoważonego wykorzystania, na co wpływ miała efektywność polityki na poziomie krajowym. Wobec braku ograniczeń podażowych, intensywny wzrost wolumenu kredytów był częściowo wykorzystywany na finansowanie rosnących potrzeb konsumpcyjnych lub kierowany do niskoproduktywnych gałęzi gospodarki, w szczególności do sektora nieruchomości i budownictwa mieszkaniowego. Wraz ze wzrostem gospodarczym w niektórych krajach odnotowano jednocześnie znaczny wzrost jednostkowych kosztów pracy, który był wynikiem presji popytowej na rynku pracy oraz relatywnie szybkiego wzrostu płac (pomimo wzrostu podaży pracy i rosnącej konkurencji na jednolitym rynku UE).

Głównymi determinantami narastania akcji kredytowej w krajach EUR 3 przystępujących do strefy euro były:

- niższe stopy procentowe łagodzące wzrost obciążeń finansowych związanych ze spłatą kredytów pomimo wzrostu zadłużenia podmiotów prywatnych;
- deregulacja i liberalizacja rynku finansowego, poszerzające zakres dostawców pożyczek mieszkaniowych i produktów kredytowych;
- oczekiwany wzrost dochodów do dyspozycji społeczeństwa;
- czynniki demograficzne związane ze wzrostem liczby ludności, także w wyniku migracji.

Dotychczasowe doświadczenia wykazują, że polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego ma ograniczoną skuteczność w przeciwdziałaniu narastającym boomom kredytowym na rynkach lokalnych. W tych warunkach, przy braku możliwości oddziaływania na szoki idiosynkratyczne za pomocą zmian nominalnych bilateralnych kursów walutowych, główny ciężar dostosowań był uzależniony od stopnia elastyczności cen i płac w poszczególnych krajach strefy euro.

W celu efektywnego przeciwdziałania przegrzaniu gospodarki w wyniku niezrównoważonego wzrostu akcji kredytowej, konieczne jest stosowanie kompleksowej polityki makroostrożnościowej (*macroprudential policy*), mającej na celu przeciwdziałanie negatywnym sprzężeniom między nadmierną akcją kredytową i narastaniem nierównowagi gospodarczej. Jej efektywna realizacja wymaga harmonizacji strategii nadzorczych wobec sektora bankowego i polityki makroekonomicznej, w tym fiskalnej.

Badania empiryczne potwierdzają wystąpienie w Portugalii, Hiszpanii i Irlandii boomów kredytowych

Integracja walutowa stanowiła czynnik sprzyjający pośrednio nadmiernemu wzrostowi akcji kredytowej

Do czynników pobudzających narastanie akcji kredytowej należą niskie stopy procentowe, wzrost dochodów ludności, zjawiska demograficzne oraz liberalizacja rynków fin.

Polityka pieniężna EBC ma ograniczoną skuteczność w przeciwdziałaniu boomom kredytowym na rynkach lokalnych

Konieczne jest stosowanie kompleksowej polityki makroostrożnościowej

<sup>80</sup> Wzrost realnych jednostkowych kosztów pracy był widoczny pod koniec boomu kredytowego w Portugalii (1997–2001) oraz pod koniec ostatnich boomów kredytowych w Hiszpanii i Irlandii (2004–2008).





## LITERATURA

1. Abiad A., Detragiache E., Tressel T., *A New Database of Financial Reforms*, IMF Working Paper, No. 266, 2008.
2. Adrian T., Shin H.S., *Money, Liquidity and Monetary Policy*, American Economic Review, P&P, vol. 99, No 2, pp. 600–605, 2009.
3. Ahamdanech Zarco I., *Net Financial Wealth of Households Fell during the Opening Phase of the Financial Crises in the EU*, Eurostat, Statistics in Focus, 33/2010.
4. Aheorne A., Delgado J., Weizsäcker J. von, *How to Prick Local Housing Bubbles in a Monetary Union: Regulation and Countercyclical Taxes*, VOX, 27 June 2008, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1272>.
5. Ahmet Faruk A., *Distributional Effects of Boom-Bust Cycles in Developing Countries with Financial Frictions*, 2006, MPRA Paper No. 5484, November 2007.
6. Aisen A., Franken M., *Bank Credit during the 2008 Financial Crises: A Cross-country Comparison*, VOX, 28 May 2010, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5105>.
7. *Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?*, Chapter IV, World Economic Outlook, IMF, April 2004.
8. Berg J. i in., *The Bank Lending Survey for the Euro Area*, European Central Bank, Occasional Paper Series, No. 23, 2005.
9. Blanchard O., Giavazzi F., *Current Account Deficit in the Euro Area: the End of Feldstein-Horioka Puzzle?*, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2, Washington D. C. 2002, s.147–209.
10. Brzoza-Brzezina M., *Lending Booms in the New EU Member States. Will Euro Adoption Matter?*, ECB Working Paper Series, No. 543, November 2005.
11. Brzozowski M., *Wpływ rozwoju rynków finansowych i stabilności kursu walutowego na wzrost gospodarczy w krajach Europy Środkowej i Wschodniej*, Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej, NBP, luty 2009.
12. Cardoso F., *Household Behaviour in a Monetary Union: What Can We Learn from the Case of Portugal?*, ECFIN Country Focus, Vol. 2, Issue 20, European Commission, Brussels 2005.
13. Chinn M., Ito H., *What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions*, Journal of Development Economics, Vol. 81 (October), pp.163–92, [www.web.pdx.edu/~ito](http://www.web.pdx.edu/~ito).
14. *Countercyclical Capital Buffer Proposal*, Consultative Document, Issued for Comments by 10 September 2010, Basel Committee on Banking Supervision, BIS, July 2010.
15. *Cross-Country Study. Economic Policy Challenges in the Baltics*, European Economy, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Occasional Papers No. 58, February 2010.
16. De Grauwe P., *Fighting the Wrong Enemy*, VOX, 19 May 2010, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5062>.
17. Duggar E., Mitra S., *External Linkages and Contagion Risk in Irish Banks*, IMF Working Paper, No. 44, 2007.
18. *EC Economic Forecasts – Spring 2010*, European Commission, 2010.
19. *EMU@10. Successes and Challenges after Ten Years of Economic and Monetary Union*, European Economy 2/2008, European Commission.
20. *The EU Economy: 2006 Review. Adjustment Dynamics in the Euro Area – Experiences and Challenges*, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Number 6, 2006.
21. Fernández de Lis S., Martínez Pagés J., Saurina J., *Credit Growth, Problem Loans and Credit Risk Provisioning in Spain*, Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo n.º 0018.

22. Fernández de Lis S., García Herrero A., *The Housing Boom and Bust in Spain: Impact of the Securitisation Model and Dynamic Provisioning*, in: Housing Finance International, 1 September 2008.
23. *Financial Stability Report*, Bank of Spain, March 2010.
24. *Financial Stability Report 2006*, Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, 2006.
25. *Finansowanie i pozycja finansowa przedsiębiorstw*, Biuletyn miesięczny EBC, grudzień 2009.
26. Frömmel M., Schmidt T., *Bank Lending and Asset Prices in the Euro Area*, Leibniz Universität Hannover, Institute for Money and International Finance, Discussion Paper No. 342, July 2006, Revised: September 2006.
27. Giavazzi F., Giovannini A., *The Low-Interest-Rate Trap*, VOX, 19 July 2010, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5309>.
28. Gourinchas P.-O., Valdés R., Landerretche O., *Lending Booms: Latin America and the World*, NBER Working Paper 8249, 2001.
29. Grabek G., Kłos R., Kokoszczyński R., Łyziak T., Przystupa J., Wróbel E., *Porównanie podstawowych cech mechanizmu transmisji monetarnej w Polsce i w strefie euro*, NBP, Seminaria BISE, kwiecień 2008.
30. Gulan A., Rubaszek M., *Przyczyny spowolnienia gospodarczego w Portugalii w latach 2001–2004*, notatka wewnętrzna, Departament Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych, Narodowy Bank Polski, 2005.
31. Hansen J., Roeger W., *Estimation of Real Equilibrium Exchange Rates*, Economic Papers No. 144, European Commission, September 2000.
32. Hilbers P., Otter-Robe I., Pazarbasioglu C., Johnsen G., *Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies*, IMF Working Paper, No. 151, July 2005.
33. Honahan P., *Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction*, BIS Working Paper, 39, 1997.
34. *Housing Finance in the Euro Area*, Task Force of the MPC of the ESBC, ECB, Occasional Paper Series, No 101, 2009.
35. *Ireland: Financial System Stability Assessment Update*, IMF Country Report No. 292, 2006.
36. *The Irish Banking Crisis Regulatory and Financial Stability Policy 2003–2008*. A Report to the Minister for Finance by the Governor of the Central Bank, Financial Regulator, 2010.
37. Jaumotte F., Sodsriwiboon P., *Current Account Imbalances in the Southern Euro Area*, IMF Working Paper, No. 139, June 2010.
38. Kokoszczyński R., Łyziak T., Wróbel E., *Czynniki strukturalne we współczesnych teoriach mechanizmu transmisji polityki pieniężnej*, XXII Konferencja naukowa NBP: Reformy strukturalne a polityka pieniężna, Falenty 2002.
39. Levine R., Loyanza N., Beck T., *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*, Journal of Monetary Economics, 46(1), 2000, 31–77.
40. Malo de Molina, J. L., *The Experience of Spain with Adjustment in the Euro Area*, Banco de España, Presentation in Lisbon, 30 November 2009.
41. Malzubris J., *Ireland's Housing Market: Bubble Trouble*, ECFIN Country Focus, Vol. 5, Issue 9, European Commission, 2008.
42. Mishkin F. S., *How Should We Respond to Asset Price Bubbles?* Speech at the Wharton Financial Institutions Center and Oliver Wyman Institute's Annual Financial Risk Roundtable, Philadelphia, Pennsylvania, May 15, 2008.
43. Moreno-Badia M. *Who Safes In Ireland? The Micro Evidence*, IMF Working Paper, No. 131, 2006.
44. Orłowski W. M., *Optymalna ścieżka do euro*, Wydawnictwo Naukowe SCHOLAR, Warszawa, 2004.

45. *Portugal: Financial Sector Assessment Program—Detailed Assessment of Observance of the Basel Core Principles for Effective Banking Supervision*, IMF Country Report, No. 33, 2007.
46. *Portugal: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Banking Supervision, Securities Regulation, and Insurance Regulation*, IMF Country Report, No. 378, 2006.
47. *Portugal: Financial System Stability Assessment – Technical Note – Stress Testing*, IMF Country Report, No. 34, 2007.
48. *Portugal: 2000 Article IV Consultation – Staff Report: Supplement to the Staff Report; and Public Information Notice Following Consultation*, IMF Staff Country Report, No. 152, 2000.
49. *The Portuguese Economy in the Context of Economic, Financial and Monetary Integration*, Economic and Research Department, Banco de Portugal, 2009.
50. *Public Finances in EMU – 2010. Fiscal Policy and External Imbalances*, European Commission, 2010.
51. Regin K., Watson M., *A Preliminary Report on the Sources of Ireland's Banking Crisis*, Report commissioned by the Minister of Finance of Ireland, June 2010.
52. San José A., *Briefing on Consumer Credit, Indebtedness and Overindebtedness in the EU*, European Credit Research Institute, 2003.
53. Saurina J., *The Issue of Dynamic Provisioning. A Case Study*, Financial Reporting in a Changing World, European Commission Conference, Brussels, 7–8 May 2009.
54. Sławiński A., *Lessons from the Euro Zone Experiences for the CEE Entrants*, *Argumenta Oeconomica*, No 1(24), 2010, p. 49–64.
55. Smaghi L., *From Boom to Bust: Towards a New Equilibrium in Bank Credit*, ECB, January 2010, <http://www.ecb.de/press/key/date/2010/html/sp100129.en.html>.
56. Sorensen C. K., Marques Ibanez D., Rossi C., *Modeling Loans to Non-financial Corporations in the Euro Area*, ECB Working Paper, No. 989, January 2009.
57. *Statistical Annex of European Economy*, Spring 2010, DG ECFIN.
58. *Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances*, European Economy, 1/2010, European Commission.
59. Taylor J.B., *The Financial Crisis and the Policy Responses: an Empirical Analysis of What Went Wrong*, NBER, Working Paper Series, No 14631, 2009.
60. Van den Noord, P., *Tax Incentives and House Price Volatility in the Euro Area: Theory and Evidence*, *Economie Internationale*, No. 101. Centre d'études prospectives et d'informations internationales, Paris, 2005.
61. *What Do the Sources and Uses of Funds Tell Us about Credit Growth in Central and Eastern Europe?*, European Economy, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Occasional Papers No. 26, November 2006.
62. Zienkowski L., Żółkiewski Z., *Mniej oszczędzamy – więcej pożyczamy*, notatka NBP, mimeo.