

# Wejście smoka

Rozmowa z dr. Krzysztofem Rybińskim, partnerem w Ernst & Young Polska, byłym wiceprezesem NBP



FOT. ARCHIWUM

## ■ Jaka jest perspektywa polskiej ekonomii przy uwzględnieniu kryzysu na rynkach finansowych?

– Kryzys ze Stanów Zjednoczonych może dojść do Polski kilkoma kanałami czy drogami. Fala z Ameryki jeszcze do nas nie dotarła. Jednak pojawi się z opóźnieniem. Najpierw zareaguje na nią gospodarka w strefie euro, a dopiero potem nasza. Spowolnienie wzrostu w strefie euro – głównego odbiorcy polskiego eksportu – jest dopiero przed nami. Prognozy pokazują, że wzrost, który ostatnio był grubo powyżej dwóch procent, osłabi się i przez kolejne dwa lata ledwie przekroczy procent. Nasz główny rynek eksportowy będzie więc łagodnie zwalniał...

Inny możliwy kanał to spowolnienie dynamiki inwestycji. Jednak zdaniem samych inwestorów, Polska wciąż cieszy się dużą popularnością, jako kraj, w którym cały czas lokuje się w produkcję. Mimo rosnących płac, ciągle jesteśmy konkurencyjni. Zapowiedzi przyspieszenia prywatyzacji są dodatkowym czynnikiem skłaniającym inwestorów do lokowania swoich aktywów w Polsce.

Echo kryzysu amerykańskiego może dotrzeć do nas poprzez system bankowo-finansowy. Ponad 70 proc. kapitału banków w Polsce należy do zagranicznych właścicieli. Podobna struktura własności dotyczy innych krajów naszego regionu. Niestety, zagraniczne banki matki, walcząc ze swoimi kłopotami, z pewnością będą chciały i u nas podnosić marże oraz zaostrzać kryteria przyznawania kredytów. Pogorszą się więc warunki finansowania, a kraj i nasze przedsiębiorstwa będą musiały płacić za wyższą ocenę ryzyka. Jednak nie należy przeceniać negatywnych skutków oddziaływania tego kanału na rozwój polskiej gospodarki.

Obserwowane w marcu spowolnienie w polskiej gospodarce jest przejściowe i bardziej wynika z czynników jednorazowych oraz kryterium dużej bazy. Wydaje mi się, że produkcja przemysłowa i inne wskaźniki już po kilku miesiącach będą o wiele lepsze. Natomiast obawiam się, że kryzys na rynkach nieruchomości w Stanach Zjednoczonych może spowodować osłabienie walut krajów, które mają duży deficyt obrotów bieżących, ponieważ inwestorzy będą żądali większej premii za ryzyko. Polska jest krajem o umiarkowanym deficycie obrotów bieżących, dlatego nie obawiałbym się osłabienia złotego, natomiast nie można wykluczyć jego dalszego umocnienia. Gdyby rzeczywiście doszło do przyspieszenia prywatyzacji, a w związku z tym do zwiększonej liczby wielkich transakcji prywatyzacyjnych, mogłoby się też okazać, że banki i instytucje leasingowe wracają do finansowania w walucie kredytów mieszkaniowych, konsumpcyjnych oraz samochodów. Oznaczałoby to napływ dużej ilości walut do Polski i dalszą aprecjację złotego. Boję się, że polscy eksporterzy mogliby tego już nie wytrzymać.

## ■ Paradoksalnie pewna ubogość oferty bankowej, niedorozwinięcie naszego rynku finansowego ochroniło nas przed kryzysem.

– Nasz rynek ciągle jest troszkę opóźniony w stosunku do rozwiniętych rynków zagranicznych. Powoduje to, że takiego modelu przyznawania kredytów hipotecznych, jak w USA, szczęśliwie w Polsce nie ma. U nas kryzysu na miarę amerykańskiego nie będzie – ekspozycji na tego typu instrumenty nie ma. Dominuje tu ciągle tradycyjne europejskie i dość konserwatywne podejście do ryzyka i to póki co działa korzystnie dla banków i ich klientów.

## ■ Czy istnieje takie prawdopodobieństwo, że Chińczycy przestaną lokować swoje nadwyżki w dolarze, a mogą zainteresować się euro? Jakie to może mieć skutki?

– Danych o tym, co robią Chińczycy, jeżeli chodzi o strukturę rezerw walutowych, nie ma i można tylko na podstawie różnych informacji, wypowiedzi, składać sobie w całość pewien dość mglisty obraz sytuacji. Spotykałem się z bankierami chińskimi w czasach, gdy jako wiceprezes NBP odpowiadałem za nadzór nad rezerwami walutowymi. Nigdy nie byli oni otwarci i nie mówili, co robią – nawet w rozmowach zakulisowych. Natomiast widać, że stopniowy trend dywersyfikacji, jeśli chodzi o instrumenty i waluty, trwa. Jest on bardzo powolny, rozłożony na wiele lat. Mogę sobie spokojnie wyobrazić, że jeżeli CIC (China Investment Corporation) otrzymało dwieście miliardów dolarów, z czego około dziewięćdziesięciu będzie przeznaczonych na inwestycje za granicą, to większa część tych inwestycji będzie lokowana nie w USA, a na innych rynkach. Widać też postępującą integrację finansową i handlową

## NASZ ROZMÓWCA

Doktor nauk ekonomicznych o specjalności ekonometria. Pracował jako informatyk w firmie komputerowej w Japonii, następnie jako pracownik naukowo-dydaktyczny na Wydziale Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego. Był także konsultantem Banku Światowego, Uniwersytetu Środkowo-Europejskiego oraz dyrektorem administracyjnym w Centrum Badań Ekonomicznych Europy Środkowej i Wschodniej. W 1997 r. został głównym ekonomistą Warszawskiego Oddziału ING Banku, od 2001 zajmował stanowisko głównego ekonomisty Banku Zachodniego WBK, w latach 2002–2004 główny ekonomista Banku BPH. Pełnił funkcję prezesa Polskiego Stowarzyszenia Ekonomistów Biznesu oraz członka Rady Towarzystwa Ekonomistów Polskich. Autor wielu publikacji naukowych i prasowych w zakresie ekonomii. Od 25 marca 2004 do 2 stycznia 2008 r. – wiceprezes Narodowego Banku Polskiego. W kwietniu 2008 r. został partnerem w firmie Ernst & Young, gdzie kieruje zespołem strategii ekonomicznej. Jest także adiunktem w Szkole Głównej Handlowej.

krajów emerging markets. Raport WTO, który był ostatnio publikowany, pokazuje, że te kraje coraz więcej ze sobą handlują. Również coraz więcej wzajemnie u siebie inwestują. To już nie jest ten model, że wszystkie pieniądze idą na rynek obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych.

Być może Chińczycy myślą, że obecność inwestycyjna w krajach arabskich, w Afryce i w innych miejscach jest dużo bardziej atrakcyjna z punktu widzenia długiego okresu, niż wkładanie siedemdziesięciu paru procent aktywów (jak do tej pory było szacowane) na rynku amerykańskim. To będzie postępowało, ale w bardzo wolnym tempie i na pewno nie na tyle szybko, żeby mieć jakiś drastyczny wpływ na kurs dolara, Chińczycy tego nie chcą. Mogłoby to spowodować bardzo poważne straty w wycenie i obniżenie wartości chińskich rezerw.

### ■ Jak długo Chińczykom uda się zapobiegać aprecjacji ich waluty? Jaki to może mieć wpływ na globalną ekonomię?

– Niedawno została przekroczona bariera siedmiu yuanów za dolara i ta kontrolowana aprecjacja wciąż postępuje. Warto podkreślić, że Chińczycy uczyli się zarządzania kursem walutowym na całym świecie – w tym w Polsce. Ich delegacje przyjeżdżały do Warszawy. Chińczycy studiowali nasze doświadczenia z okresu kursu sztywnego, aż do uwolnienia złotego. Myślę, że te doświadczenia są nie bez znaczenia. W miarę jak będzie postępowała reforma ich systemu finansowego, będą je wykorzystywać praktycznie. Z drugiej strony – tam są złe długi, sektor finansowy nie jest jeszcze dość dobrze rozwinięty, chociaż jego ewolucja przebiega zaskakująco szybko. Liberalizacja rynku walutowego będzie postępowała i nie wykluczam, że za jakiś czas Chińczycy poszerzą korytarz wahań, a później (za kilka lat) dojdzie do uwolnienia yuana. Jestem przekonany, że w ciągu najbliższych dziesięciu lat stanie się on trzecią walutą i zdecydowanie zdominuje jena. Będzie trzecią główną walutą poza dolarem i euro. Być może za dwadzieścia, trzydzieści lat powstanie waluta azjatycka, która zdominuje świat. Wtedy – już w drugiej połowie tego stulecia – waluta azjatycka może zostać główną walutą rezerwową świata.

### ■ Czy decyzje o kierunkach rozwoju globalnej gospodarki powoli przenoszą się do Pekinu?

– Tak, zdecydowanie tak. Zawsze uśmiecham się, jak patrzę na dane, z których wynika, że Belgia i Holandia łącznie mają więcej głosów w Banku Światowym i MFW niż Chiny. Nie odpowiada to realnej sytuacji. W rzeczywistości to Chiny są jednym z głównych rozgrywających, a w wielu globalnych procesach gospodarczych są głównym rozgrywającym. Z pewnością za dziesięć, dwadzieścia lat serwisy finansowe nie będą się zaczynały od tego, że Dow Jones czy S&P 500 wzrósł lub spadł, tylko że giełdy w Hongkongu, Szan-

ghaju, Shenzhen, czy może alians tych trzech giełd, jakoś tam się zachowa i to będzie wyznaczało ruchy na rynkach kapitałowych. W zeszłym roku wartość IPO na giełdach Shenzhen, Szanghaj i Hongkong była dwa razy większa niż w Londynie i przewyższyła IPO w Nowym Yorku.

### ■ Czyli to już się stało...

– To ciągle jeszcze nie jest rynek płynny i dobrze regulowany. Wiele jeszcze trzeba poprawić, ale w zaskakująco szybkim tempie urasta on do rangi jednego z głównych rynków finansowych świata.

### ■ Wróćmy do Polski, ciągle toczy się dyskusja na temat konieczności objęcia nadzorem finansowym SKOK-ów. Czy powinny one podlegać regulacjom i nadzorowi KNF, czy jednak wciąż traktować tę instytucję tak, jak zwyczajną kasę?

– Tak długo jak SKOK-i są instytucjami lokalnymi, gdzie ludzie się świetnie znają i wiadomo, że ktoś komuś pożyczka pieniądze przez taki credit union, a presja lokalnej społeczności wymusza regularność spłat – takiej potrzeby nie ma. Urosły one (i to jest ich duży sukces) bardzo szybko, oferują bardzo zróżnicowane produkty, a to, co je odróżnia od banku, to model prawny, w którym funkcjonują. Natomiast SKOK jest taki sam jak bank. Wydaje mi się, że w świecie, szczęśliwie nie w Polsce, ale w wielu innych krajach, nadzór nad instytucjami finansowymi był nie dość skuteczny. To, co się dzieje w Stanach jest porażką modelu nadzoru amerykańskiego. Wcześniej nie zauważono pewnych problemów i gdyby nadzór był inny, być może skala problemu nie byłaby aż tak duża. W tym kontekście przy założeniu, że należy dmuchać na zimne, aby za dziesięć, dwadzieścia lat w Polsce nie było takiego ryzyka – inicjatywa KNF, objęcia nadzorem SKOK-ów, wydaje mi się zasadna. Specjalnie nie widzę, co na tym miałyby one stracić. W dyskusji z nadzorcą można lepiej spojrzeć na swoje własne systemy oceny ryzyka, można coś usprawnić. Myślę, że nadzór KNF nad SKOK-ami to dobry pomysł.

### ■ Jaka powinna być koncepcja międzynarodowego nadzoru bankowego w kontekście konsolidacji banków centralnych?

– Model nadzoru europejskiego właśnie się kształtuje. Stanowisko polskiego nadzoru zawsze było takie, że model, w którym delegowanie wszystkich uprawnień czy olbrzymiej ilości uprawnień nadzorczy z kraju pochodzenia kapitału, podczas gdy za upadek banku płacą krajowi podatnicy – nie do końca jest optymalny dla krajów goszczących. Te argumenty trzeba uznać. Efektywny nadzór w czasie, kiedy mamy globalne rynki finansowe, wymaga ponadnarodowego spojrzenia na zachodzące procesy. W takiej sytuacji wydaje mi się, że stopniowo będzie dochodziło do tego, że za globalne procesy coraz bardziej będą odpowiadały struktury związane z koordynacją nadzoru na poziomie ponadnarodowym, wokół kilku największych banków centralnych, największych nadzorców, którzy muszą patrzeć globalnie. Parę miesięcy temu zaproponowałem, że może warto rozważyć, przynajmniej koncepcyjnie, żeby wokół Banku Rozliczeń Międzynarodowych powstały zręby pod przyszły Globalny Bank Centralny. Postuluje to również w mojej książce „Globalizacja w trzech odłonach”. W sytuacji, kiedy kryzysy finansowe stały się globalne, inflacja jest globalna – żeby sobie dobrze radzić z globalnymi problemami, potrzebna jest albo bardzo dobra koordynacja głównych graczy, którzy mają wpływ na globalne procesy, albo wręcz instytucja, która będzie miała mandat do tego, żeby zajmować się globalnymi problemami.

Rozmawiał: Janusz Grobicki