

Waldemar Kozioł

Deflacja a działalność inwestycyjna banków. Przykład Japonii w latach 1993–2008

Słowa kluczowe: *deflacja, debt deflation, portfel inwestycyjny banków*

Abstrakt: Celem artykułu jest wskazanie uwarunkowań działalności inwestycyjnej banków w warunkach procesów deflacyjnych. Doświadczenia japońskie wskazują, że procesy długookresowej deflacji wpływają na strukturę aktywów i pasywów instytucji bankowych. W warunkach deflacji i często towarzyszącej jej tzw. pułapki płynności klasyczna, depozytowo-kredytowa działalność banków nie przynosi odpowiednich zysków, wpływając na obniżenie rentowności. W tej sytuacji banki poszukują innych źródeł przychodów, takich jak prowizje czy działalność inwestycyjna. Artykuł wskazuje zmiany zachodzące w bilansach banków i ich przyczyny oraz skutki. Jest przede wszystkim próbą odpowiedzi na pytanie, czy istnieją możliwości wykorzystania portfela inwestycyjnego w celu zapobieżenia negatywnym skutkom procesów deflacyjnych.

WPROWADZENIE

Obecny kryzys pokazał, że tezy zawarte w artykule P. Krugmana z 1999 r. (Krugman, 1999) okazały się prawdziwe. Już drugi raz od tego czasu pojawiły się zjawiska określane mianem deflacji. Zarządy instytucji finansowych, a w tym szczególnie banków, powinny być gotowe na funkcjonowanie w różnych warunkach otoczenia. Zdolność generowania zysków i bezpieczeństwo ich funkcjonowania muszą być zapewnione niezależnie od bieżącej sytuacji rynkowej. Obecnie przeżywany kryzys przyniósł dla nich nowe warunki. Nie dotyczy to tylko zwiększonej roli państwa wynikającej choćby z programów pomocowych czy nacjonalizacji niektórych instytucji. Mało zauważanym, choć istotnym aspektem obecnego kryzysu jest powszechność procesów deflacyjnych.

Deflacja przynosi liczne zmiany w zachowaniu uczestników rynku finansowego. Inne są ich oczekiwania wynikające choćby ze spadku cen czy względnej

zmiany wartości instrumentów finansowych. Dla gospodarstw domowych odłożenie konsumpcji oznacza dodatkową korzyść. W konsekwencji będą zainteresowane oszczędnościami. Korzystnym dla instytucji bankowych zmianom ulegać będzie struktura terminowa depozytów. Sytuacja ta może prowadzić do spadku stóp depozytowych¹. Dodatkowo, nie tylko w warunkach kryzysowych, spodziewać się należy spadku marży odsetkowej². W konsekwencji więc spadać będzie zyskowność instytucji bankowych. Czy mogą się przed tym ochronić? Czy może to dotyczyć działalności inwestycyjnej banków? Czy zatem odpowiednia strategia portfela inwestycyjnego może umożliwić ochronę instytucji bankowych od negatywnego wpływu procesów deflacyjnych?

Odpowiedź na tak postawione pytanie nie jest łatwa. Przede wszystkim dlatego, że nie mamy zbyt wielu przykładów reakcji na tego typu proces. W drugiej połowie XX w. praktycznie można wskazać tylko Japonię jako kraj, w którym proces ten był na tyle długotrwały, by mógł mieć wpływ na decyzje instytucji finansowych (3–5 kwartałów). Dodatkowo jest to jedyny w historii gospodarczej przypadek współwystępowania deflacji i silnie zglobalizowanego międzynarodowego rynku finansowego. Powoduje to, że możemy traktować go jako zdarzenie (a właściwie proces unikalny) i nie ma innego, na którym można by dokonać próby porównywalnej analizy. Procesy o charakterze deflacyjnym pojawiały się w ostatnich latach również w USA, Hongkongu i Singapurze, ale były one zbyt krótkie, by mogły tak silnie wpłynąć na decyzje instytucji finansowych, jak to było właśnie w Japonii. Dodatkowo wybór tego kraju wymusza zwrócenie uwagi na fakt, że japoński system finansowy nie można traktować jako benchmark i przy analizie procesu zwracać uwagę na jego specyfikę. Utrudnia to, ale nie uniemożliwia próby wyciągania uniwersalnych wniosków z zachowania japońskich instytucji bankowych funkcjonujących w okresie długotrwałej deflacji.

Recesja japońska była m.in. następstwem problemów tamtejszego systemu finansowego, a jej skutkiem długotrwały proces jego restrukturyzacji. Dodatkowo utrudnia to prowadzenie badań, ponieważ dziś już nie ma praktycznie w tej samej formie prawnej żadnego banku, który istniał w 1990 r. Utrudnia to badanie w skali mikro, bo brak porównywalnych danych w długim okresie. Należy zwrócić także uwagę, że część działań opisywanych w niniejszym artykule może wynikać z celowych działań japońskich władz, a nie strategii instytucji bankowych.

¹ Przynajmniej w krótkim okresie.

² Choćby tylko w wyniku przenoszenia oszczędności na rynek kapitałowy w poszukiwaniu wyższej zyskowności.

Tabela 1. Liczba banków komercyjnych w Japonii w latach 1990–2008 (bez tzw. Shinkin Banks)

Rok	Liczba banków komercyjnych
1990	154
1991	153
1992	151
1993	150
1994	150
1995	150
1996	148
1997	145
1998	143
1999	142
2000	137
2001	132
2002	129
2003	126
2004	126
2005	123
2006	123
2007	121
2008	121

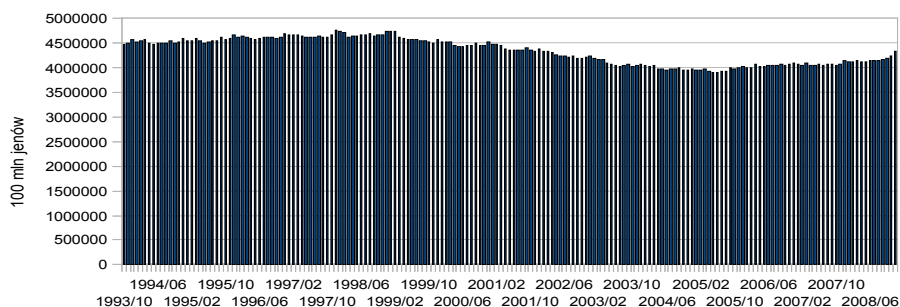
Źródło: opracowanie własne na podstawie: K. Hasano, K. Sakai, K. Tsuru, (2007), *Consolidation of Banks in Japan. Causes and Consequences*, NBER Working Paper 13399 oraz Bank of Japan – Financial Stability Report z lat 2005–2009.

W tej sytuacji najbardziej obiektywne wyniki uzyskane będą dzięki analizie danych zagregowanych dla całego sektora. Dane te są dostępne od roku 1993. Dodatkowo niezbędne wydaje się spojrzenie nieco bardziej teoretyczne. Instytucje finansowe, które nie mogą realizować przychodów z działalności depozytowo-kredytowej, poszukują innych źródeł realizowania dochodów. Należą do nich m.in. dochody prowizyjne oraz z działalności inwestycyjnej.

Ponieważ akcja kredytowa japońskich banków (wykres 1) w badanym okresie nie ulegała istotnym zmianom, kluczowe pozostaje pytanie, jaka byłaby najbardziej efektywna i jaka była w rzeczywistości polityka banków wobec portfela inwestycyjnego.

Dla ich oceny niezbędne będzie zbadanie szeregów czasowych wielkości (dynamiki zmian) i struktury portfela inwestycyjnego oraz portfela handlowego, a także przynajmniej ich prosta analiza opisowa.

Wykres 1. Poziom akcji kredytowej japońskich banków w latach 1993–2008 (dane miesięczne w mln jenów)



Źródło: opracowanie własne na podstawie – www.boj.gov.jp.

KLUCZOWE UWARUNKOWANIA

Właściwa ocena sytuacji banków wymaga zwrócenia uwagi na kilka uwarunkowań związanych z procesami deflacyjnymi. Należą do nich: odwrócony efekt Fishera (efekt Pigou lub tzw. efekt *debt deflation*), spadek cen aktywów rynkowych (akcji i obligacji), wzrost dochodowości mający wpływ na atrakcyjność nowych instrumentów dłużnych.

Efekt Pigou rozumieć można jako spadek cen zarówno aktywów, jak i towarów oraz usług, które podnoszą rzeczywistą wartość długu netto, a tym samym doprowadzają do pogorszenia pozycji netto majątku niefinansowych pożyczkobiorców. W konsekwencji są oni zniechęceni zarówno do konsumpcji, jak i inwestowania (Capple, Wood, 2004, s. 80). Dotyczy to w szczególności kredytobiorców posiadających zobowiązania z krótkim terminem zapadalności. Dla nich przerolowanie kredytu na analogicznych warunkach staje się praktycznie niemożliwe (Buiters, 2003, s. 7). Dodatkowo, ze względu na ogólny spadek cen spada wartość zabezpieczeń (Goodhart, Hofmann, 2004, s.166–169). Prowadzi to do spadku zdolności kredytowej firm i gospodarstw domowych. Nie dziwi więc stosunkowo niewielkie wahania poziomu akcji kredytowej (wykres 1), które wynikają nie tylko z spadku zapotrzebowania na rynku, ale też, a może przede wszystkim z rosnącego ryzyka kredytowego. W konsekwencji banki muszą zdwersyfikować swoją działalność (Koziół, 2009, s. 255 i kolejne).

Nie tylko aktywa kredytowe podlegają presji. Dotyczy ona również innych aktywów finansowych. Zmiany cen, szczególnie w warunkach kryzysowych³, dotyczą też akcji i obligacji oraz innych instrumentów dłużnych (Goodhart, Hofmann, 2004, s. 167). Banki posiadając duże portfele instrumentów finansowych

³ Tego typu sytuacja zaistniała w Japonii od 1989 r.

muszą w takim przypadku być przygotowane na straty związane z rezerwami tworzonymi na utratę ich wartości. Obniżenie bazy kapitałowej banków wpływa na ich niższą zdolność do kreowania kredytu. W tej sytuacji racjonalnie działające zarządy będą dążyły do zmniejszenia ryzyka preferując instrumenty o niższym ryzyku i stosunkowo wysokiej rentowności. Naturalnym kierunkiem powinno być zwiększenie zaangażowania w instrumenty dłużne.

Spadek cen instrumentów finansowych zgodnie z zasadą odwróconej krzywej dochodowości prowadzi do podniesienia ich dochodowości. Odbija się to szczególnie na oprocentowaniu nowych emisji przyczyniając się do podniesienia kosztu finansowania dla przedsiębiorstw⁴. Rosnąca dochodowość nowych emisji spowodować powinna rosnące zainteresowanie instytucji finansowych. Dodatkowo nie pozostanie bez wpływu na dochodowość instrumentów rządowych i municypalnych, które w portfelach banków wypierać będą nie tylko instrumenty dłużne innych emitentów, ale też co oczywiste akcje, a także będą się przyczyniać do ograniczania znacznie bardziej ryzykownej przeciw akcji kredytowej. Nie bez znaczenia będzie w takim przypadku również fakt, że w okresie deflacji czy kryzysu instytucje bankowe przechodzą proces restrukturyzacji, który z jednej strony charakteryzuje się licznymi programami pomocowymi rządu (zazwyczaj wyposażaniem ich w obligacje i inne instrumenty dłużne rządowe), z drugiej zaś niską tolerancją na nowe ryzyka (koncentracja na portfelu obligacyjnym).

ZMIANY W PORTFELU INWESTYCYJNYM BANKÓW

Opisane wcześniej uwarunkowania funkcjonowania nie pozostają bez wpływu na faktycznie podejmowane w odniesieniu do portfela instrumentów finansowych decyzje. Pozostała część niniejszego artykułu poświęcona będzie polityce banków w odniesieniu do wybranych rodzajów aktywów finansowych w okresie 1993–2008, za które to lata są dostępne dane pozwalające na ich swobodne porównywanie nie w odstępach kwartalnym, ale miesięcznym. Analiza dotyczyć będzie portfeli dwóch kluczowych instrumentów finansowych, jakimi są akcje i instrumenty dłużne (w tym obligacje).

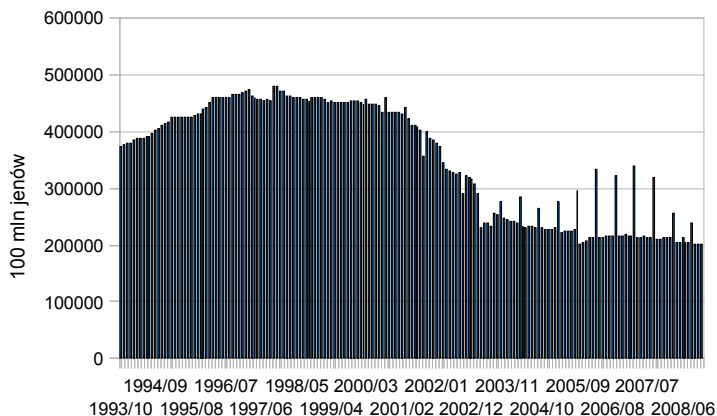
PORTFEL AKCJI

Poziom zaangażowania banków japońskich na rynku akcyjnym w okresie od 1993r. uległ wyraźnemu obniżeniu. W październiku 1993 r. wartość akcji w portfelu banków wynosiła 375 bln jenów. Choć portfel ten wzrósł do prawie 478 bln jenów na koniec lutego 1997 r., a następnie spadał do poziomu blisko 200 bln

⁴ Jednocześnie ze względu na ryzyko rośnie stopa kredytowa.

z końcem 2008 r., to nie można bezpośrednio odnosić tych zmian do strategii inwestycyjnej (wykres 2).

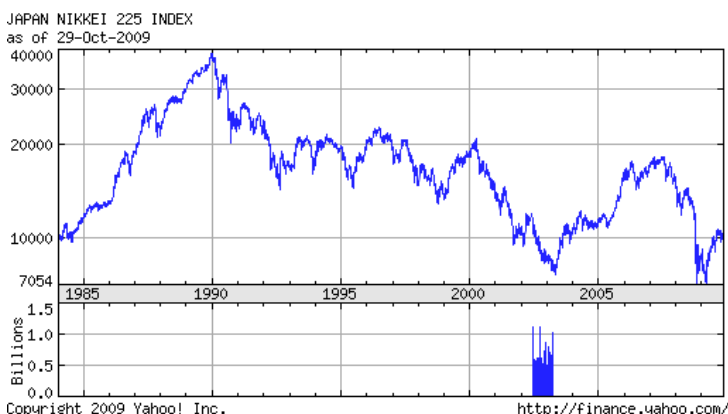
Wykres 2. Wartość portfela akcyjnego banków japońskich w latach 1993–2008 (dane miesięczne w mln jenów)



Źródło: jak na wykresie 1.

Jeśli bowiem porównać zmiany wartości portfela do zmian kluczowego indeksu rynku japońskiego (NIKKEI 225), można wskazać, że kluczowym elementem, który przyczynił się do obserwowanej strategii inwestycyjnej były zmiany rynkowe (wykres 3). Było to szczególnie widoczne do roku 2005.

Wykres 3. Indeks NIKKEI 225 w latach 1985–2009



Źródło: <http://finance.yahoo.com/> z dnia 29 października 2009 r.

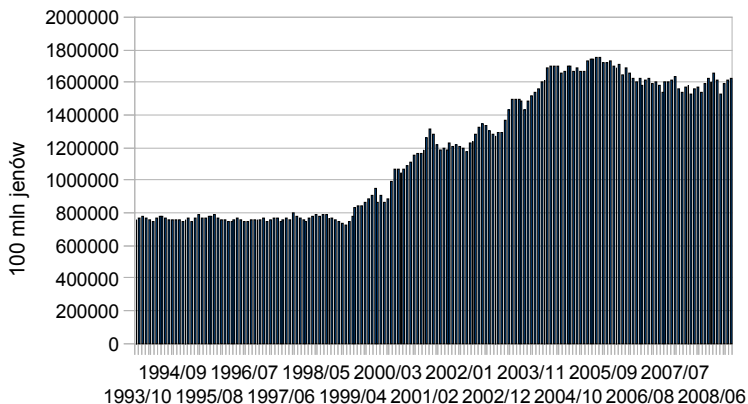
Jeśli jednak analizie poddany zostanie okres po 2005 r., należy wskazać, że straty z lat 90. wpłynęły na stosunkowo wyraźną niechęć do zwiększania zaangażowania na rynku akcyjnym pomimo znacząco lepszej koniunktury.

Obraz ten może być zakłócony przez z jednej strony incydentalnie rosnące zaangażowanie (wykres 2), a z drugiej przez rosnące inwestycje w zagraniczne (poza rynkiem japońskim) papiery wartościowe, a w tym akcje. Oznacza to, że zarządy banków coraz chętniej spoglądały na możliwości krótkoterminowych inwestycji na rynku akcyjnym na rynkach o stabilniejszych perspektywach. Osiągane tam zyski podnosiły rentowność przechodzących wciąż jeszcze proces restrukturyzacji banków. Generowane w ten sposób zyski istotnie przybliżały uwieńczone powodzeniem zakończenie tego procesu.

PORTFEL OBLIGACJI

Najważniejszym elementem portfela inwestycyjnego banków japońskich były obligacje. W badanym okresie ich wartość wzrosła z 760 bln jenów w październiku 1993r. do blisko 1630 bln na koniec 2008 r. oznacza to wzrost o 115% (wykres 4).

Wykres 4. Portfel obligacji banków japońskich w latach 1993-2008 (dane na koniec miesiąca w mln jenów)

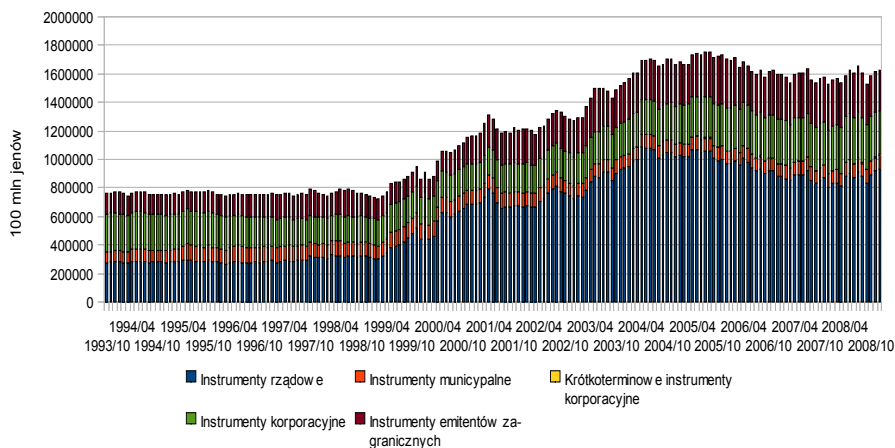


Źródło: jak na wykresie 1.

Należy jednocześnie wskazać, że w drugiej połowie 2004 r. wartość tego portfela przekroczyła 1700 bln jenów. Wskazane powyżej dane oraz przeprowadzona wcześniej analiza uwarunkowań wskazują, że zarządy banków przebudowując strukturę aktywów postępowały najzupełniej racjonalnie. Poszukując coraz korzystniejszych (wyższa dochodowość) okazji na rynku instrumentów

dłużnych zwracały się w warunkach długotrwałej stagnacji ku instrumentom o najniższym ryzyku, jakim są obligacje rządowe (wykres 5).

Wykres 5. Struktura portfela obligacji banków japońskich względu na emitentów w latach 1993–2008 (w mln jenów)



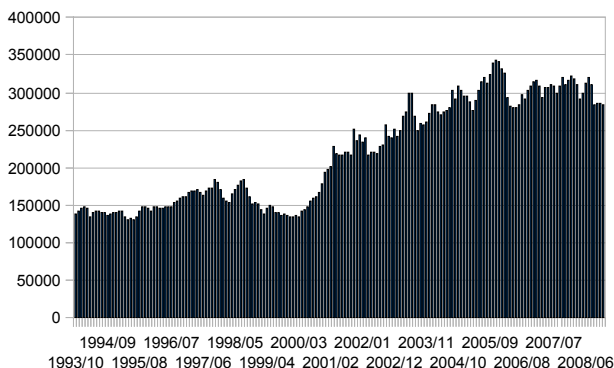
Źródło: jak na wykresie 1.

Pobieżna nawet analiza struktury portfela obligacji ze względu na emitentów wskazuje, że od okresu po kryzysie azjatyckim rośnie w nim rola instrumentów rządowych (wykres 5). Na koniec 1998 r. ich udział w portfelu obligacyjnym wynosił prawie 42% (41,99%), podczas gdy obligacji korporacyjnych 24,4%, a zagranicznych 20,5%. Na koniec 2008 r. udział ten kształtował się w następujący sposób: obligacje rządowe zajmowały 57,4% portfela obligacji, zagraniczne – 17,4%, a korporacyjne 19,1%. Wyraźnie widać stosunkowo wysoką ocenę ryzyka ekonomicznego, co przede wszystkim objawiło się wzrostem o 15,4 pkt procentowego udziału rządowych instrumentów dłużnych. W przypadku obu pozostałych grup zanotowano spadek odpowiednio dla obligacji zagranicznych o 3,1 pkt i korporacyjnych o 5,3 pkt. Z działań banków wynika, że preferowały one bezpieczeństwo (instrumenty rządowe) lub oczekiwały niewielkich, ale obarczonych niższym ryzykiem zysków (emitenci zagraniczni). Jak już wcześniej wspomniano, dla zmian badanej wielkości, ale też dla struktury portfela nie bez znaczenia były działania restrukturyzacyjne w sektorze, które zazwyczaj oznaczają wzrost aktywów pochodzących z sektora rządowego lub samorządowego.

Szczególnym przypadkiem jest portfel zagraniczny instrumentów dłużnych (wykres 6). Najprawdopodobniej miał on w zamyśle decydentów, podobnie jak obligacje rządowe, stabilizować sytuację instytucji finansowych, pozwalając jednocześnie na podniesienie ich rentowności. Nie bez znaczenia jest

przypomnienie, że rentowność ta od lat była bardzo niska (ROE ok. 4–8%, a ROA bliskie zera).

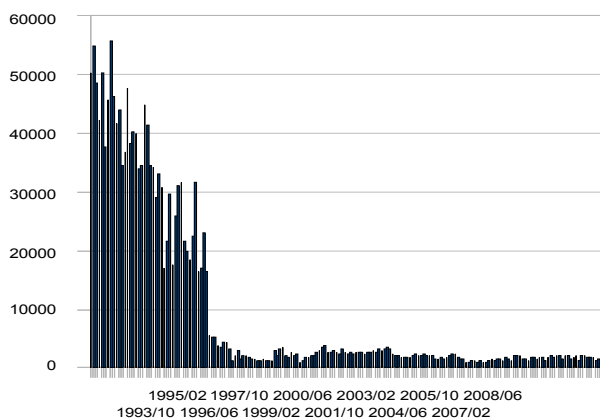
Wykres 6. Portfel obligacji emitentów zagranicznych w portfelach banków japońskich w latach 1993–2008 (w mln jenów)



Źródło: jak na wykresie 1

Podjęcie strategiczne do bieżącej gry rynkowej w wykonaniu banków japońskich najlepiej chyba charakteryzuje polityka wobec portfela handlowego (przeznaczonego do obrotu, magazynującego w sposób rynkowy bieżącą płynność banku – wykres 7). Jego wartość spadła z prawie 55 bln jenów w listopadzie 1993r. do prawie 6 bln w kwietniu 1997 r. i później od kryzysu azjatyckiego do końca 2008 r. pozostała już na poziomie 1,5–3 bln jenów. Zmiany nie nastąpiły nawet w momencie załamania światowych rynków jesienią 2007 r.

Wykres 7. Portfel handlowy banków japońskich w latach 1993–2008 (w mln jenów)



Źródło: jak na wykresie 1.

Porównując portfel handlowy z inwestycyjnym można wskazać kilka przyczyn takich zmian. Po pierwsze mogły one wynikać z większego niż obecnie udziału akcji w portfelu handlowym. Jednocześnie zbadać należałoby zmiany pozycji banków japońskich wobec banku centralnego, jako podmiotu zabezpieczającego we wzajemnych rozliczeniach płynność systemu. Porównując te portfele nie trudno oprzeć się wrażeniu, że mogło nastąpić przekwalifikowanie (czy raczej przesunięcie) instrumentów pomiędzy portfelami.

ZAKOŃCZENIE

Związane z polityką inwestycyjną decyzje zarządów japońskich banków ocenić należy jako bardzo racjonalne. Trudno obecnie ocenić, na ile, jeśli w ogóle, były to decyzje samodzielne, a na ile polityka rządu czy banku centralnego. Niezależnie od tego można powiedzieć, że były one dobrze przemyślaną odpowiedzią na uwarunkowania procesów deflacyjnych, z którymi gospodarka japońska zetknęła się w ostatniej dekadzie XX i pierwszej XXI w. Kształtując swoją politykę względem ryzyka kredytowego (*debt-deflation*) czy zmian rynkowych uwarunkowania te w pełni uwzględniano. Miało to swoje odzwierciedlenie m.in.:

- we wzroście znaczenia obligacji kosztem akcji w portfelach banków,
- znaczącym obniżeniem wielkości portfela handlowego,
- zmianą struktury portfela obligacji, gdzie:
 - rósł udział instrumentów rządowych,
 - rósł udział, choć wolniej niż wartość portfela instrumentów emitentów zagranicznych,
 - po istotnym wzroście w latach 2002–2005 spadał udział instrumentów korporacyjnych.

Można więc powiedzieć, że istnieje sposób ochrony wyników instytucji bankowych nawet w warunkach trudnej deflacji kryzysowej. Jest to odpowiednia strategia wobec działalności inwestycyjnej zarówno na rynku pieniężnym, jak i kapitałowym. Prowadzi ona do ograniczenia ryzyka i stabilizacji bazy dochodowej przez koncentrację na rządowych i samorządowych instrumentach dłużnych. Pozwala ona skorzystać z wszystkich pozytywnych stron zjawisk deflacyjnych i jednocześnie wciąż umożliwia zachowanie zyskowności instytucji finansowych, w tym szczególnie bankowych.

Odrębną, ale niezbędną konkluzją jest możliwość implementacji tego podejścia. Niestety są dwa najistotniejsze ograniczenia. Pierwsze wynika z tego, że Japonia jest pierwszym i jak dotąd praktycznie jedynym krajem, który w tym stopniu doświadczył deflacji. Nakłada się na to specyfika japońskiego systemu finansowego i jego koncentracji na relacjach kredytowych. Drugie wynika z faktu, że japońskie doświadczenia dotyczą tzw. złej deflacji, która towarzyszy kryzysowi (Farrell, 2004; Shilling, 1999), czyli procesy deflacyjne i ich skutki

(spadek cen i w konsekwencji debt deflation) nie zawsze muszą być takie same. Powoduje to w konsekwencji, że obecnie nabierają one istotnego znaczenia (deflacja obecnie towarzyszy zjawiskom kryzysowym) m.in. dla prowadzenia restrukturyzacji sektora bankowego, ale i dla analizowania zachowań w sytuacji tzw. dobrej deflacji stanowiąc będzie dobry punkt wyjścia.

LITERATURA

- Buiter W., (2003), *Deflation: Prevention and Cure*, Working Paper No. 9623, NBER, Cambridge MA.
- Bank of Japan, (2005), Financial Stability Report, Bank of Japan, Tokyo.
- Bank of Japan, (2006), Financial Stability Report, Bank of Japan, Tokyo.
- Bank of Japan, (2007), Financial Stability Report, Bank of Japan, Tokyo.
- Bank of Japan, (2008), Financial Stability Report, Bank of Japan, Tokyo.
- Bank of Japan, (2009), Financial Stability Report, Bank of Japan, Tokyo.
- Bank of Japan - <http://www.boj.or.jp/en/theme/stat/index.htm>.
- Capple F., Wood G., (2004), *Price Change, Financial Stability, and the British Economy 1870–1939*, [w:] Burdekin R. C. K., Siklos P. L., (ed), *Deflation. Current and Historical Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge UK.
- Farrell Ch., (2004), *Deflation. What happens when prices fall*, HarperBusiness, New York.
- Shilling A.G., (1999), *Deflation. How to survive and thrive in the coming wave of deflation*, McGraw Hill, N.Y.
- Goodhart Ch., Hofmann B., (2004), *Deflation, Credit, and Asset Prices*, [w:] Burdekin R.C.K., Siklos P. L., (ed.), *Deflation. Current and Historical Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge UK.
- Hasano K., Sakai K., Tsuru K., (2007), *Consolidation of Banks in Japan. Causes and Consequences*, NBER Working Paper 13399, Cambridge MA.
- Koziół W., (2009), *Deflacja a zarządzanie instytucją bankową*, [w:] Pawłowicz L., Czerwińska M., (red), *Spóeczno-ekonomiczne wymiary globalnego kryzysu finansowego. Prace i Materiały WZ UG*, Sopot 2009, s. 255 i n.
- Krugman P.R., (1999), *The Return of Depression Economics*, „Foreign Affairs”, vol 78, No.1.

DEFLATION AND INVESTMENT ACTIVITIES OF BANKS. THE CASE OF JAPAN IN THE YEARS 1993–2008

Key words: *deflation, debt-deflation, bank investment portfolio*

Abstract: The purpose of the article is to identify determinants of investment activities of banks during deflationary process. Japanese experience suggests that the processes of long-term deflation have a substantial impact on the structure of assets and liabilities of banking institutions. In conditions of deflation and 'liquidity trap', classic, deposit-credit activities of banks do not produce adequate profits. As a result it influences negatively bank's profitability. In this situation banks tend to look for other sources of revenue such as commissions and investment activities. Article shows causes and effects of changes in banks' balance sheets. It is also an attempt to answer the question whether there are possibilities to build an investment portfolio that help to avoid the negative effects of deflation processes.

