

# LUZOWANIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA RYNKACH WSCHODZĄCYCH: IGRANIE Z OGNIEM?

Wrzesień 2020

## FRANÇOISE HUANG

Starsza Ekonomistka ds. Rynku Azji i  
Pacyfiku  
[francoise.huang@eulerhermes.com](mailto:francoise.huang@eulerhermes.com)

## SELIN OZYURT

Starsza Ekonomistka ds. Francji i Afryki  
[selin.ozyurt@eulerhermes.com](mailto:selin.ozyurt@eulerhermes.com)

## MANFRED STAMER

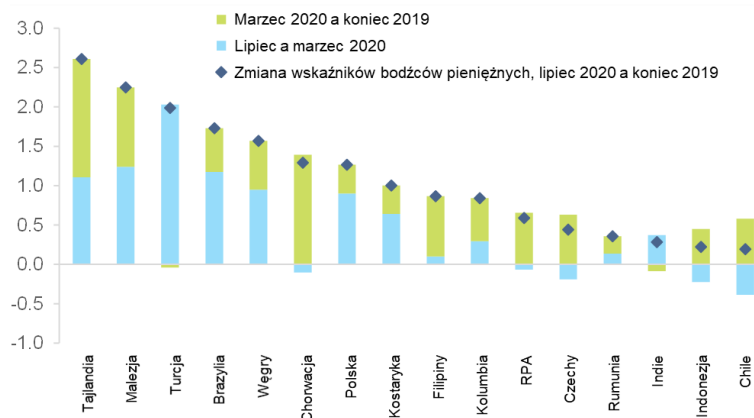
Starszy Ekonomista ds. Wschodzących  
Rynków Europejskich i Bliskiego Wschodu  
[manfred.stamer@eulerhermes.com](mailto:manfred.stamer@eulerhermes.com)

Pandemia Covid-19 była punktem zwrotnym dla „niekonwencjonalnych” polityk monetarnych na Rynkach Wschodzących (RW), z których kilka zainicjowało programy skupu obligacji państwowych w celu zapobiegania przesunięciom na rynku i w celu poluzowania warunków monetarnych w krótkiej perspektywie. Największym ryzykiem, zdaniem ekonomistów Euler Hermes, pozostaje jednak zdolność do obsługi zadłużenia oraz inflacja, szczególnie w przypadku Brazylii, Kostaryki, Indii, Turcji oraz Węgier.

Ze względu na panikę wywołaną przez pandemię wśród inwestorów w marcu 2020 roku, RW doświadczyły bezprecedensowych odpływów kapitału netto (-84 mld USD, z wyjątkiem Chin), powodujących gwałtowne wahania rentowności obligacji państwowych. W związku z tym, banki centralne 16 krajów z grupy RW poinformowało o gotowości podjęcia w razie potrzeby skupu obligacji państwowych. Trzydzieścioro z nich rozpoczęło już tego rodzaju działania z zakresu luzowania polityki pieniężnej (ang. *QE – qualitative easing*, zob. Rys. 4), zamiast redukcji oficjalnych stóp procentowych, które w większości utrzymywały się zdecydowanie powyżej obowiązującego dolnego progu. Na skutek wspomnianych programów skupu obligacji, według stanu na koniec kwietnia długoterminowa rentowność obligacji rządowych w analizowanej próbie RW zmalała średnio o -48 pkt bazowych w porównaniu z końcem marca (dla porównania, w okresie między końcem marca a końcem 2019 roku miało miejsce średnie zwiększenie o +69 pkt bazowych). Złagodzenie warunków polityki monetarnej na rynkach krajowych okazało się kolejnym krótkoterminowym sukcesem w zakresie luzowania polityki pieniężnej, co widać na podstawie opracowanych przez Euler Hermes wskaźników bodźców monetarnych<sup>1</sup> (zob. Rys. 1). Należy w szczególności podkreślić, że wskaźniki te osiągnęły najwyższy poziom przynajmniej od 2009 roku (lub były bliskie wartości rekordowej) w 12 spośród 16 przeanalizowanych przez nas krajów. Tymczasem deprecjacja walut lokalnych utrzymywała się na ograniczonym poziomie (z wyjątkiem kilku walut, które zwykle budzą podejrzenia w tym zakresie).

<sup>1</sup> Wskaźniki bodźców monetarnych posiadają następującą konstrukcję: 1-rocza zmiana 1-roczej zmiany w zakresie podaży pieniądza w M2 (tj. druga pochodna), jako udział nominalnego PKB. Są one zatem zbliżone do wskaźników bodźców kredytowych, jednak dla ułatwienia porównań między poszczególnymi gospodarkami postanowiliśmy skoncentrować się na podaży pieniądza w M2. Wskaźniki pokazują, w jaki sposób zmienia się polityka pieniężna i kierują aktywnością gospodarczą.

Rys. 1. Zmiana wskaźników bodźców pieniężnych (pkt)



Źródła: Dane statystyczne poszczególnych krajów, Dział Analiz Allianz

**Niezależnie od korzyści krótkoterminowych, jeżeli programy luzowania polityki pieniężnej na rynkach wschodzących będą realizowane w sposób intensywny, mogą w średniej do długiej perspektywy spowodować poważne problemy, takie jak nadmierna inflacja oraz trudności ze spłatą zadłużenia.** Systematyczny skup obligacji przez bank centralny w długim czasie może otworzyć drzwi do monetyzacji zadłużenia i zagrozić wiarygodności polityki pieniężnej.<sup>2</sup> Jeżeli działania z zakresu QE wiążą się z dużą liczbą zastrzyków kapitału realizowanych przez bank centralny w walucie krajowej, może dojść do wzrostu inflacji i destabilizacji kursu waluty. W takiej sytuacji, luzowanie polityki pieniężnej może skutkować poważniejszymi problemami ze względu na zagrożenie dla zdolności do obsługi zadłużenia oraz bilansów sektora prywatnego.

**Brak jednoznacznych ram regulujących rozmiar i czas trwania obecnych oraz planowanych programów „QE” na rynkach wschodzących może być powodem do niepokoju.** Choć banki centralne wszystkich 16 rynków wschodzących przeanalizowanych w badaniu Euler Hermes podały rozsądne cele (głównie dotyczące zapewnienia płynności oraz bezproblemowego funkcjonowania krajowych rynków obligacji państwowych) leżące u podstaw programów skupu obligacji, to większość z nich nie poinformowała ani o maksymalnej kwocie, za jaką zamierzają dokonać skupu, ani konkretnych ram czasowych realizacji programów. Istnieje zatem ryzyko, że programy QE nie będą wygaszane nawet po ogólnie rozumianej realizacji ich celów. W takich krajach może również wystąpić pokusa, aby zmniejszać rosnący poziom zadłużenia w walucie miejscowej poprzez zwiększanie inflacji. W tym kontekście pewien niepokój, iż banki centralne mogą w rzeczywistości realizować monetyzację zadłużenia państwowego poza odpowiednimi granicami, wzbudziły programy luzowania polityki pieniężnej realizowane w **Indonezji** oraz **Polsce**. W okresie od marca do sierpnia, banki skupiły – odpowiednio – obligacje rządowe w ilości mniej więcej 6,8% oraz 4,6%, co było odsetkiem najwyższym wśród wszystkich 16 rynków

<sup>2</sup> Innymi słowy, jeżeli działania z dziedziny luzowania polityki pieniężnej wykrócą zdecydowanie poza zakres działań polityki monetarnej polegającej na dostosowaniu się do bieżącej sytuacji, wówczas wstąpi ryzyko, że ekspansywna polityka fiskalna będzie finansowana poprzez dodruk pieniędzy. Nie byłoby to niczym nowym w historii rynków wschodzących; wiele banków centralnych RW finansowało w ten sposób wydatki rządowe aż do początku bieżącego stulecia, co powodowało poważne skutki, takie jak hiperinflacja oraz poważne trudności ze spłatą zadłużenia państwowego.

wschodzących. Bank centralny Indonezji jest do dziś jedynym, który realizował skup również bezpośrednio na rynku pierwotnym, co jest zwykle uznawane za „tabu”, choć rynki jak dotąd nie zareagowały na powyższe działania. Jeżeli chodzi o Polskę, występują obawy, że jeżeli zakupy będą kontynuowane w aktualnym tempie do końca 2020 roku, bank centralny sfinansowałby w zasadzie całość tegorocznego deficytu fiskalnego, prognozowanego na około -8% PKB.

**W przypadku których rynków wschodzących realizujących działania związane z luzowaniem polityki pieniężnej ryzyko związane z możliwością spłaty zadłużenia jest najwyższe? Zdaniem ekonomistów Euler Hermes, najwyższe ryzyko braku możliwości obsługi zadłużenia występuje w przypadku Brazylii, Kostaryki, Indii, Kolumbii oraz Chorwacji. Brazyliia uzyskała najgorszą pozycję w opracowanej **Ocenie Ryzyka Związanego ze Zdolnością Obsługi Zadłużenia [Debt Sustainability Risk Score]**<sup>3</sup> ze względu na bardzo wysoki poziom długu publicznego oraz wysoką wartość zadłużenia państwa w posiadaniu banku centralnego. Jednocześnie niski poziom skuteczności władz sugeruje niskie prawdopodobieństwo przyjęcia reform podatkowych, które mogłyby doprowadzić do poprawy sytuacji. **Kostarykę** uznano za kraj charakteryzujący się drugim pod względem wysokością poziomem ryzyka ze względu na wysokie obciążenia spłatą odsetek oraz najwyższy wzrost spreadu dla obligacji od początku roku (+357 pkt bazowych). Jednak skup obligacji realizowany przez Kostarykę, jak również Kolumbię i Indie, utrzymuje się do tej pory na niewysokim poziomie. Sam bank centralny **Chorwacji** skupił już obligacje państwowe o wartości 4,2% PKB w okresie od marca, a zatem wymaga większej kontroli w krótkiej perspektywie. Tymczasem Polska, która skupiła więcej niż Chorwacja, uzyskuje dobry wynik w analizie dzięki niskim płatnościom odsetek (3,7% przychodu fiskalnego) oraz relatywnie skutecznemu rządowi. Indonezja nie znalazła się w grupie pięciu obarczonych największym ryzykiem rynków dzięki stosunkowo niskiemu całkowitemu obciążeniu w zakresie zadłużenia publicznego (37% PKB). RPA, która zwykle jest krajem charakteryzującym się ryzykiem związanym z zadłużeniem, uzyskała przeciętny wynik, ponieważ jej ogólnie wysokie zadłużenie publiczne (78% PKB) rekompensuje szybko rosnący, lecz nadal niski udział zadłużenia publicznego w walutach obcych (11% całej kwoty).**

**Które RW realizujące działania związane z luzowaniem polityki pieniężnej stoją przed ryzykiem najwyższej inflacji? Turcja, Węgry, Czechy, Polska i Rumunia wykazują największe ryzyko wysokiej inflacji. Ocena Ryzyka Inflacji [Inflationary Risk Score]**<sup>4</sup> sygnalizuje, że Turcja najwyraźniej stoi przed najwyższym ryzykiem inflacji, ponieważ jest jedynym krajem odnotowującym dwucyfrową stopę inflacji (w lipcu: 11,8% w ujęciu rocznym), podczas gdy aktualna stopa wynikająca z polityki monetarnej wydaje się zbyt niska (8,25%).

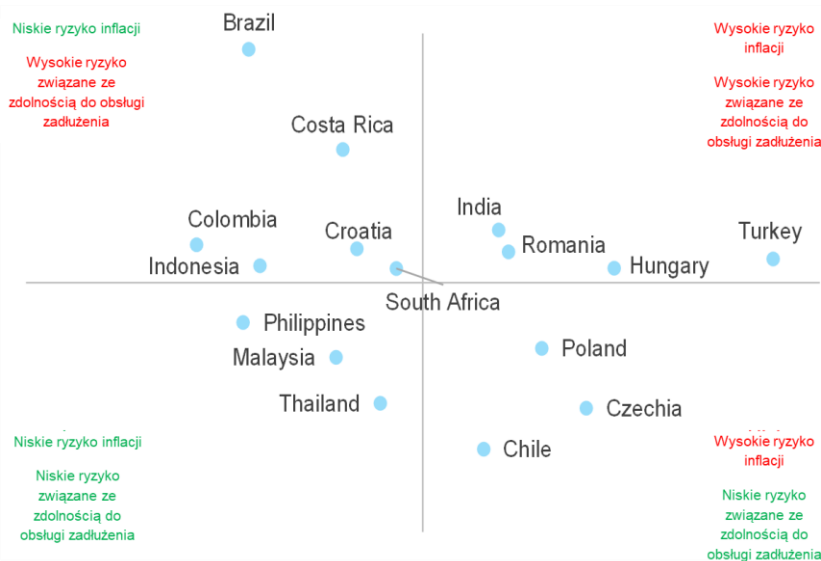
<sup>3</sup> Ocenę Ryzyka Związanego ze Zdolnością Obsługi Zadłużenia określamy na podstawie zbioru sześciu wskaźników dotyczących 16 RW realizujących lub planujących luzowanie polityki pieniężnej: zadłużenia publicznego (% PKB), zadłużenia publicznego w walutach obcych (% całkowitego zadłużenia publicznego), płatności odsetek przez rząd (% przychodu fiskalnego), posiadania obligacji państwowych przez bank centralny (% PKB), zmiany spreadu dla obligacji państwowych od początku roku, a także wskaźnika skuteczności rządu (odzwierciedlającego jego zdolność do podejmowania reform strukturalnych w celu zwiększenia przychodów podatkowych).

<sup>4</sup> Ocenę Ryzyka Inflacji określamy na podstawie zbioru czterech wskaźników dotyczących wybranych RW: stopy inflacji mierzonej wskaźnikiem cen konsumpcyjnych oraz rzeczywistej stopy oprocentowania (skorygowanej z uwzględnieniem inflacji) wynikającej z polityki monetarnej (według stanu na lipiec 2020 roku), ryzyka inflacji związanej z towarami importowanymi (udział paliw i żywności w całkowitej konsumpcji gospodarstwa domowego) oraz (opóźnionej) korelacji między wzrostem M2 podaży pieniądza a inflacją. Co istotne, wzrost M2 przyspieszył we wszystkich 16 wybranych RW w ciągu 2020 roku i wykazuje pozytywną korelację z inflacją cen konsumpcyjnych, z wyjątkiem Filipin i Kolumbii. Do określenia wskaźnika wybraliśmy korelację charakteryzującą się opóźnieniem wynoszącym dwa miesiące.

Co więcej, wzrost M2 wykazuje wysoką korelację na poziomie 79% z inflacją w przyszłości i w lipcu zwiększył się o +44% w ujęciu rocznym, co jest zdecydowanie najszybszym tempem wśród przeanalizowanych 16 RW. Cztery kraje środkowoeuropejskie, które wraz z Turcją znalazły się w grupie pięciu charakteryzujących się najwyższym ryzykiem rynków pod względem inflacji, także wykazują istotnie ujemne stopy ustalone w polityce monetarnej (skorygowane z uwzględnieniem inflacji), podczas gdy roczna stopa inflacji wzrosła w ostatnich miesiącach i jest dziś zbliżona do docelowych wartości inflacji ustalonych przez odpowiednie banki centralne. Indie, które znalazły się tuż po nich na pozycji 6, wykazały w lipcu podwyższoną stopę inflacji na poziomie 6,9% w ujęciu rocznym i również posiadają ujemną stopę ustaloną w polityce monetarnej, jednak charakteryzują się umiarkowaną zależnością od importu podstawowych towarów i słabym powiązaniem między M2 a wzrostem cen.

**Zdolność do obsługi zadłużenia i inflacja są ze sobą wzajemnie powiązane – wzrost monetyzacji zadłużenia zwiększa obciążenie zadłużeniem publicznym i podnosi ryzyko inflacji. Na podstawie analizy połączonych elementów ryzyka stwierdzono, że Turcja, Węgry, Rumunia oraz Indie są najbardziej ryzykownymi RW, które wdrożyły programy o charakterze luzowania polityki pieniężnej w następstwie pandemii Covid-19 i kryzysu (zob. Rys. 2). Aby zamknąć puszkę Pandory zanim sprawy wymkną się spod kontroli, działania o charakterze luzowania polityki pieniężnej powinny być prowadzone w sposób tymczasowy oraz w ściśle określonych ramach.**

**Rys. 2.** Oceny Zdolności do Obsługi Zadłużenia oraz Ryzyka Inflacji

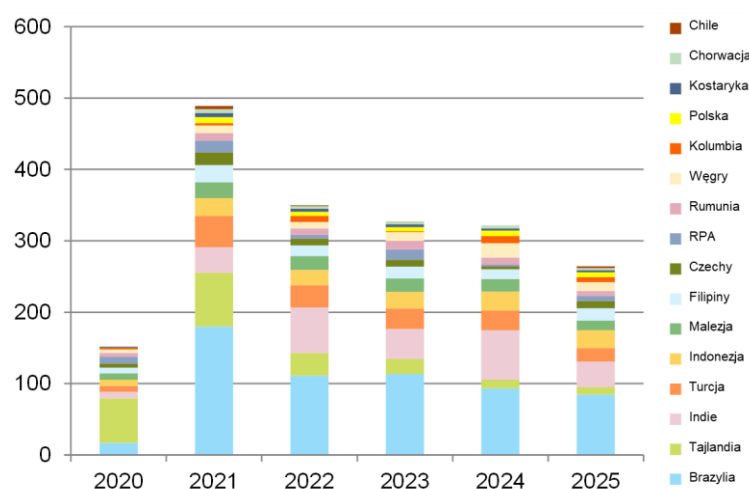


*Źródła: Dane statystyczne poszczególnych krajów, IMF, IIF, Bloomberg, IHS Markit, Dział Analiz Allianz*

**Należy także podkreślić, że bez zdecydowanego zaangażowania w działania w obszarze fiskalnym, krótkoterminowa poprawa sytuacji na rynkach zadłużenia w walutach lokalnych na skutek działań o charakterze luzowania polityki pieniężnej może odnieść przeciwny skutek, zniechęcając w średniej perspektywie inwestorów międzynarodowych. Jeżeli działania z zakresu luzowania polityki pieniężnej będą realizowane bez określonego terminu i zakresu, w średniej perspektywie doprowadzi to**

prawdopodobnie do wzrostu kosztów zadłużenia po stronie władz. Biorąc pod uwagę rosnącą inflację i niepokój dotyczący zdolności do obsługi zadłużenia, inwestorzy mogą żądać wyższych zwrotów z tytułu nowych emisji instrumentów dłużnych w walutach miejscowych na rynkach wschodzących. Niska gotowość do przyjęcia ryzyka może stanowić problem dla RW, które będą musiały refinansować zadłużenie o terminie spłaty przypadającym w nadchodzących latach. Rys. 3 pokazuje, że władze Brazylii, Tajlandii, Indii, Turcji, Indonezji oraz Malezji będą przed końcem 2022 roku zmuszone dokonać prolongaty spłaty ponad 50 mld USD zadłużenia publicznego. Na 2022 rok spodziewane jest także przywrócenie zwykłej polityki monetarnej przez Bank Rezerw Federalnych. To może wiązać się z dodatkową presją w zakresie kosztów zadłużenia dla rynków wschodzących realizujących szeroko zakrojone działania związane z luzowaniem polityki pieniężnej nie wykazując jednocześnie wiarygodnych starań w kierunku konsolidacji podatkowej.

**Rys. 3.** Struktura zapadalności zadłużenia państwowego (w mld USD)



**Źródła:** Bloomberg, Dział Analiz Allianz

## Załącznik

**Rys. 4.** Luzowanie polityki pieniężnej (QE) na rynkach wschodzących, swoboda w zakresie luzowania oraz ryzyko wynikające z finansowania zagranicznego

	Skup obligacji rządowych przez Bank Centralny	Swoboda w zakresie luzowania polityki pieniężnej			Narażenie wynikające z finansowania zagranicznego i jego nagłego wstrzymania	
	Do dziś od marca 2020 (% PKB)	Stopy wynikająca z polityki	Zmiana stopy wynikającej z polityki od początku roku (pkt procentowych)	Wiarygodność celów ustalonych przez bank centralny	Obligacje państwowe będące w rękach zagranicznych (% całości)	Całkowite zadłużenie denominowane w walutach zagranicznych (% PKB)
Indonesia	6.8%	4.00%	-100	3	38.6%	21.3%
Poland	4.6%	0.10%	-140	3	23.4%	49.5%
Croatia	4.2%	2.50%	0	9 <sup>A</sup>	na	na
Thailand	2.4%	0.50%	-75	0	17.2%	14.5%
Philippines	1.6%	2.25%	-175	11	na	na
Turkey	1.6%	8.25%	-375	57	10.1%	63.8%
India	0.8%	4.00%	-115	8 <sup>AA</sup>	3.6%	12.1%
South Africa	0.7%	3.50%	-300	14	37.2%	35.3%
Hungary	0.4%	0.60%	-30	2	18.6%	62.1%
Romania	0.4%	1.50%	-100	20	19.3%	na
Colombia	0.3%	2.25%	-200	25	24.5%	27.9%
Brazil	0.3%	2.00%	-250	16	10.4%	29.4%
Costa Rica	0.0%	0.75%	-185	0	na	na
Chile	*	0.50%	-125	10	na	52.6%
Czechia	*	0.25%	-175	8	40.6%	34.5%
Malaysia	*	1.75%	-125	18 <sup>AAA</sup>	25.3%	32.5%

\* Ogłoszone, jeszcze nie rozpoczęte.  
<sup>A</sup> Kurs wymiany HRK na EUR w porównaniu ze średnią długoterminową + 1 odchylenia standardowego, ponieważ Chorwacja realizuje program ustalania kursów wymiany.  
<sup>AA</sup> Obliczone od 2016 roku, gdy wdrożono program ustalania docelowych wartości inflacji.  
<sup>AAA</sup> W porównaniu ze średnią długoterminową + 1 odchylenia standardowego, ponieważ nie istnieją ramy ustalania docelowych wartości inflacji.

**Źródła:** Dane statystyczne poszczególnych krajów, IMF, IIF, Bloomberg, IHS Markit, Dział Analiz Allianz

**Rys. 5.** Ocena Zdolności do Obsługi Zadłużenia

Lp.	Kraj	Ocena Zdolności do Obsługi Zadłużenia	Zadłużenie publiczne (% PKB)	Zadłużenie publiczne w walutach obcych (% całości)	Płatności odsetek (% przychodów podatkowych)	Posiadanie obligacji państwowych przez Bank Centralny (% PKB)	Zmiana spreadu obligacji od początku roku (pkt bazowych)	Skuteczność rządu (0 = najgorsza, 100 = najlepsza)
1	Brazil	2.34	105.2%	4.0%	13.7%	26.5%	232	36.1
2	Costa Rica	1.34	66.2%	21.8%	34.2%	0.0%	357	67.8
3	India	0.53	78.5%	16.8%	26.4%	5.9%	130	63.9
4	Colombia	0.38	56.3%	36.2%	10.8%	2.0%	163	50.0
5	Croatia	0.34	80.1%	33.3%	4.8%	4.2%	213	69.2
6	Romania	0.31	42.7%	53.7%	4.6%	0.4%	130	43.3
7	Turkey	0.24	38.1%	35.0%	9.8%	2.1%	230	53.8
8	Indonesia	0.17	36.8%	30.4%	14.3%	7.3%	178	59.1
9	Hungary	0.15	71.8%	40.0%	4.4%	0.5%	213	70.2
10	South Africa	0.14	78.1%	11.4%	17.3%	2.2%	200	66.3
11	Philippines	-0.40	42.8%	33.1%	9.8%	7.0%	29	55.3
12	Poland	-0.66	54.0%	32.2%	3.7%	5.1%	114	75.0
13	Malaysia	-0.75	61.6%	26.2%	12.7%	0.7%	111	81.3
14	Thailand	-1.21	44.1%	1.4%	2.2%	2.6%	185	66.8
15	Czechia	-1.26	37.3%	31.6%	1.4%	0.0%	134	78.4
16	Chile	-1.67	34.9%	21.3%	2.6%	0.0%	114	81.7

**Źródła:** Dane statystyczne poszczególnych krajów, IMF, IIF, Bloomberg, IHS Markit, Dział Analiz Allianz



**Rys. 6. Ocena Ryzyka Inflacji**

Lp.	Kraj	Ocena Ryzyka Inflacji	Inflacja (ostatni miesiąc)	Rzeczywista stopa wynikająca z polityki (ostatni miesiąc)	Inflacja związana z importem (paliwo + żywność)	Wpływ wzrostu M2 na inflację
1	Turkey	2.21	11.8%	-3.5%	7.2%	78.7%
2	Hungary	1.20	3.8%	-3.2%	21.2%	28.7%
3	Czechia	1.03	3.4%	-3.2%	16.9%	40.7%
4	Poland	0.75	3.0%	-2.9%	13.1%	46.2%
5	Romania	0.54	2.8%	-1.3%	10.3%	67.1%
6	India	0.48	6.9%	-2.9%	10.7%	3.6%
7	Chile	0.38	2.5%	-2.0%	10.3%	51.0%
8	South Africa	-0.17	3.2%	0.3%	13.3%	25.3%
9	Thailand	-0.27	-1.0%	1.5%	24.1%	23.8%
10	Croatia	-0.42	-0.2%	2.7%	20.4%	38.8%
11	Costa Rica	-0.50	-0.2%	0.9%	9.7%	57.5%
12	Malaysia	-0.55	-1.3%	3.1%	23.4%	31.6%
13	Indonesia	-1.03	1.5%	2.5%	8.6%	33.1%
14	Brazil	-1.10	2.3%	-0.3%	3.1%	10.9%
15	Philippines	-1.13	2.7%	-0.5%	11.0%	-31.6%
16	Colombia	-1.43	2.3%	-0.1%	4.4%	-12.6%

*Źródła: Dane statystyczne poszczególnych krajów, IMF, IIF, Bloomberg, IHS Markit, Dział Analiz Allianz*

Niniejsze oceny, jak zawsze, podlegają poniższemu zastrzeżeniu.

#### **UWAGA DOTYCZĄCA STWIERDZEŃ WYBIEGAJĄCYCH W PRZYSZŁOŚĆ**

Stwierdzenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą zawierać perspektywy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań oraz innego rodzaju stwierdzenia wybiegające w przyszłość, oparte na aktualnych opiniach i założeniach kierownictwa firmy, obejmujących znane i nieznanne czynniki ryzyka oraz niepewności. Rzeczywiste wyniki, rezultaty lub zdarzenia mogą w istotnym zakresie odbiegać od wyrażanych lub przewidywanych w takich stwierdzeniach, między innymi z powodu: (i) zmian ogólnych warunków ekonomicznych i sytuacji konkurencyjnej, w tym w szczególności warunków ekonomicznych i sytuacji konkurencyjnej w kluczowych sektorach działalności Grupy Allianz oraz na kluczowych dla niej rynkach, (ii) wyników osiągniętych na rynkach finansowych, również ze względu na niestabilność i płynność rynku oraz zdarzenia związane z kredytami, (iii) częstotliwości oraz zakresu zdarzeń objętych ochroną ubezpieczeniową, w tym zdarzeń powodowanych przez klęski żywiołowe oraz wiążących się ze wzrostem wydatków na likwidację szkód, (iv) poziomów i tendencji śmiertelności i chorobliwości, (v) poziomu powtarzalności zdarzeń, (vi) w szczególności w działalności bankowej, skali ryzyka kredytowego, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursów wymiany walut, w tym m.in. kursu wymiany EUR/USD, (ix) zmian przepisów prawa i regulacji, w tym regulacji podatkowych, (x) wpływu przejęć spółek, w tym także kwestii związanych z integracją, i środkami reorganizacji, oraz (xi) ogólnych czynników związanych z konkurencją na szczeblu lokalnym, regionalnym, krajowym i/lub globalnym. Wystąpienie wielu z tych czynników może być bardziej prawdopodobne lub mogą one przyjmować bardziej wyraźną postać na skutek działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

#### **BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI**

Spółka nie zobowiązuje się do aktualizowania stwierdzeń lub informacji wybiegających w przyszłość zawartych w niniejszym dokumencie, z wyjątkiem informacji, podlegają ujawnieniu zgodnie z przepisami prawa.