

Paweł Smaga

Lekcje z kryzysu finansowego

Celem artykułu jest identyfikacja wyzwań stojących obecnie przed siecią bezpieczeństwa finansowego oraz weryfikacja tezy, że w wyniku doświadczeń wyniesionych z kryzysu następuje zmiana paradygmatu stabilności finansowej. Wykorzystane zostały metoda porównawcza i analiza literatury. Artykuł przedstawia kolejno zmiany przed kryzysem i po nim w odniesieniu do systemu finansowego, stabilności finansowej i systemu regulacji oraz nadzoru. Można zaobserwować dynamiczny wzrost rozmiarów systemu finansowego i powstawanie SIFI, nadmierny poziom dźwigni i większą rolę sektora bankowości równoległej. Wzrosło znaczenie stabilności finansowej jako celu polityki gospodarczej (rozwój polityki makroostrożnościowej). W przypadku systemu regulacji oraz nadzoru nastąpiła ich intensyfikacja oraz podejmowane są próby zniwelowania luk w regulacjach i wzmocnienie roli banków centralnych.

Słowa kluczowe: stabilność finansowa, kryzys finansowy, sieć bezpieczeństwa finansowego, nadzór makroostrożnościowy.

1. Wprowadzenie

Trudno jednoznacznie stwierdzić, czy globalny kryzys finansowy się zakończył, czy przeszedł w następną fazę¹, jednak można spróbować wyciągać wnioski z jego przebiegu. Celem artykułu jest weryfikacja tezy badawczej – w wyniku doświadczeń z kryzysu następuje istotna zmiana paradygmatu (podejścia do) stabilności finansowej. Należy podkreślić, że trudno mówić obecnie o ukształtowanym nowym paradygmacie, jest to raczej przechodzenie do nowego konsensusu poprzez (negatywną) weryfikację doczasowych koncepcji stabilności finansowej, sposobu sprawowania nadzoru czy kształtowania regulacji ostrożnościowych. Celem artykułu jest również identyfikacja wyzwań stojących przed instytu-

cjami sieci bezpieczeństwa finansowego, odpowiedzialnymi za stabilizowanie systemu finansowego w okresie po wybuchu kryzysu.

W artykule wykorzystane będą metody analizy literatury i badań obcych oraz metoda porównawcza. Na początku zostaną przedstawione wnioski z kryzysu finansowego dla instytucji sieci bezpieczeństwa (w odniesieniu do działań zarówno o charakterze prewencyjnym, jak i interwencyjnym) dotyczące zmieniającej się natury istoty stabilności finansowej. Artykuł stanowi kontynuację badań nad istotą stabilności finansowej (Smaga 2013). Wnioski z kryzysu są podstawą do dyskusji nad zmianami w zakresie regulacji i architektury nadzoru nad systemem finansowym. Argumenty przedstawione w niniejszym tekście mają służyć uzasadnieniu potrzeby zmian w podejściu do stabilizowania systemu finansowego, m.in. wypracowaniu efektywnie funkcjonującego nadzoru makroostrożnościowego. Artykuł jest podzielony na trzy części, w których badane są kolejno zmiany przed kryzysem i po, w odniesieniu do systemu finansowego, stabilności finansowej i systemu regulacji oraz nadzoru nad systemem finansowym.

Paweł Smaga – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Zarządzania i Finansów, Instytut Finansów oraz Narodowy Bank Polski; e-mail: pawel.smaga@nbp.pl. Artykuł wyraża wyłącznie poglądy autora i nie powinien być interpretowany jako stanowisko instytucji, w której jest zatrudniony.

¹ Można umownie wyróżnić fazy globalnego kryzysu: 2007–2008 (zaburzenia na rynkach finansowych), 2009–2010 (eskalacja kryzysu i recesja w sferze realnej), 2010+ (kryzys finansów publicznych i zaufania, szczególnie w krajach peryferyjnych strefy euro).

2. System finansowy przed kryzysem i po

Źródła globalnego kryzysu finansowego mają zróżnicowany charakter. Kryzys rozpoczął się od krachu na relatywnie niewielkim rynku kredytów *subprime* w USA w połowie 2007 r.², lecz przez efekt zarażania przeniósł się na globalne rynki finansowe i skutkowało zjawiskami kryzysowymi w większości rozwiniętych systemów finansowych. O ile przed kryzysem zidentyfikowano część jego przyczyn, o tyle niedostatki w aparacie analitycznym i nieoszacowanie dynamicznych powiązań między czynnikami sprzyjającymi kryzysowi nie pomagały w ocenie rzeczywistego zagrożenia³. Należy jednak zaznaczyć, że wiele przyczyn kryzysu było efektem długo trwających zmian w globalnym systemie finansowym i narastania ryzyka systemowego. Do czynników powodujących narastanie nierównowag można zaliczyć m.in. długotrwały okres utrzymywania stóp procentowych na niskim poziomie, nadmierny poziom dźwigni w sektorze finansowym (głównie bankowym), nieadekwatną ocenę ryzyka wynikającego z pozycji pozabilansowych, konflikt interesów i procykliczność oddziaływania agencji ratingowych, możliwość bankructwa kraju nieodzwierciedloną w wagach

² Szczegółową analizę przyczyn globalnego kryzysu finansowego i czynników mu sprzyjających przedstawiają np.: Sławiński 2008; Acharya, Richardson 2009; Nawrot 2009; Merrouche, Nier 2010. Z kolei bardzo dobre analizy (metodą studiów przypadków) przyczyn, przebiegu i skutków kryzysów bankowych przed globalnym kryzysem finansowym przedstawiają: Iwanicz-Drozdowska 2002; Ostalecka 2009.

³ Stijn Claessens i M. Ayhan Kose (2013, s. 34–40), badając dotychczasowe kryzysy, argumentują, że większości z nich towarzyszył gwałtowny wzrost akcji kredytowej i cen aktywów, skutkujący następnie pęknięciem bańki. Z analizy wynika również, że łatwiej jest wykorzystywać narzędzia ilościowe od identyfikacji kryzysów walutowych i kryzysów bilansu płatniczego, podczas gdy identyfikacja kryzysów bankowych i zadłużeniowych w większym stopniu opiera się na analizie jakościowej i ocenie eksperckiej. Ponadto nakładanie na siebie różnych typów kryzysów utrudnia ich odpowiednio wczesną identyfikację. O ile można wykorzystać istniejące modele wczesnego ostrzegania do wykrycia narastania słabości strukturalnych (np. nadmiernego poziomu dźwigni czy cen aktywów), o tyle nie pozwalają one na skuteczne określenie momentu wystąpienia kryzysu, a ich moc predykcyjna jest ograniczona.

ryzyka przy obliczaniu poziomu adekwatności kapitałowej, a także stosowanie zawansowanych technik inżynierii finansowej.

Kryzys finansowy ewoluował w kolejne fazy. Wzrost niestabilności w systemie finansowym spowodował ograniczenie jego funkcji pośrednictwa finansowego, co ujemnie wpłynęło na wzrost gospodarczy i skutkowało osłabieniem koniunktury, a nawet recesją, m.in. w USA i UE. Ta ostatnia, w sferze realnej, przyniosła spadek przychodów budżetowych i zwiększone potrzeby w zakresie wydatków sektora finansów publicznych, co prowadziło z kolei do spiętrzenia deficytów budżetowych, a w konsekwencji także poziomu długu publicznego (było to szczególnie widoczne w krajach PIIGS). Następnie, liczne powiązania między stanem sektora publicznego a sytuacją w sektorze bankowym⁴ spowodowały „pętlę kryzysową”, która pogarszała stan obu sektorów. Dało się to zaobserwować przede wszystkim w systemie finansowym UE, gdzie system bankowy odgrywa dominującą rolę. Wiele działań interwencyjnych (nierzadko o niestandardowym charakterze) podejmowanych przez banki centralne okazywało się częściowo skuteczne, ale zazwyczaj jedynie w krótkim okresie, podczas gdy ryzyka z nimi związane mogą zmaterializować się dopiero w przyszłości. Aby zmniejszyć prawdopodobieństwo wystąpienia zasygnalizowanych wyżej zjawisk kryzysowych, konieczne należy wyciągnąć wnioski dotyczące poprawy dotychczasowych prewencyjnych działań instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego.

Kryzys obnażył wiele niedoskonałości w zakresie funkcjonowania systemu finansowego. Nasilenie zjawisk asymetrii informacji i negatywnej selekcji podczas jego trwania prowadziło do licznych zawodności rynku (np. nieefektywnej alokacji płynności w systemie finansowym), pokusy nadużycia (np. osłabienia dyscypliny rynkowej w wyniku istnienia systemu gwarantowania depozytów) oraz występowania negatywnych efektów zewnętrznych⁵. Za przykład może

⁴ Analizę kanałów transmisji impulsów kryzysowych między systemem bankowym a sytuacją sektora finansów publicznych w „pętli kryzysowej” można znaleźć w: Smaga 2012, s. 7–30.

⁵ Do negatywnych efektów zewnętrznych spowodowanych przez ryzyko systemowe zalicza się: po pierwsze,

służyć efekt domina wywołany upadłością instytucji finansowej o znaczeniu systemowym (*systemically important financial institution* – SIFI). Zjawiska te prowadzą również do niedoszacowania „wyceny” stabilności finansowej jako dobra publicznego i jej „rabunkowej” konsumpcji rozumianej jako podejmowanie nadmiernego ryzyka w skali systemu finansowego (wzrost ryzyka systemowego⁶). Charles Goodhart i Wolf Wagner⁷ argumentują również, że obecnie można obserwować rozwój bardzo dużych instytucji finansowych, które w coraz większym stopniu są

negatywny efekt zewnętrzny wynikający ze strategicznej komplementarności i podobieństw w strategiach biznesowych – tendencja do jednoczesnego wzrostu ekspozycji na ryzyko kredytowe i płynności w okresie boomu będąca efektem obniżenia standardów oceny wiarygodności kredytowej na skutek wzrostu konkurencji w czasie boomu. Może to wynikać z: asymetrii informacji, presji konkurencyjnej, obaw o reputację pochodzących z zaburzonego systemu bodźców (w tym oparcia wyników na porównaniu z benchmarkiem), oczekiwania wsparcia ze strony państw w sytuacji zagrożenia upadłością (co prowadzi do podejmowania nadmiernego ryzyka i wzrostu korelacji między ekspozycjami poszczególnych instytucji). Po drugie, negatywny efekt zewnętrzny będący wynikiem panicznej wyprzedaży (*fire sale*), gdy przelewarowane instytucje finansowe doświadczają gwałtownego spadku cen aktywów w rezultacie masowej ich wyprzedaży, szczególnie w okresie załamania koniunktury. Po trzecie, negatywny efekt zewnętrzny wynikający z wysokiego stopnia powiązań między instytucjami, przez które przenoszą się szoki – dotyczy to szczególnie instytucji o znaczeniu systemowym oraz efektów ich upadłości (De Nicolò, Favara, Ratnovski 2012, s. 7–10).

⁶ Zdaniem EBC (2010, s. 147) ryzyko systemowe to ryzyko wystąpienia zdarzenia systemowego, które z kolei jest rozumiane szeroko jako przejaw niestabilności finansowej przenoszący się na tak dużą skalę, że proces pośrednictwa finansowego jest zaburzony i w znaczący negatywny sposób wpływa to na wzrost gospodarczy i dobrobyt.

⁷ Autorzy postulują zwiększenie stopnia dywersyfikacji działalności prowadzonej przez instytucje finansowe oraz w zakresie zasad zarządzania ryzykiem, których dotychczasowa konwergencja (postulowana przez regulatorów na zasadzie „najlepszych praktyk”) może również zwiększać efekt zarażania. Nowy kształt norm regulacyjnych dotyczący danej instytucji mógłby zależeć od stopnia skorelowania jej działalności z całym sektorem finansowym, mierzonej np. poprzez korelację poziomu zysków lub cen akcji wobec benchmarku dla całego systemu, oraz obliczania relatywnych korelacji i porównywania ich z grupą rówieśniczą (Goodhart, Wagner 2012).

narażone na podobne typy ryzyka (korelacja ekspozycji po stronie aktywnej i źródeł finansowania po stronie pasywnej, co skutkuje wzrostem zagrożenia szokiem symetrycznym), zwiększając potencjał rozprzestrzeniania się efektu zarażania i osiągania przez współczesne kryzysy skali systemowej. W przypadku gdy niestabilność dotyczy znacznej części instytucji – systemu finansowego, jej negatywne następstwa są tak duże, że władze publiczne muszą podejmować działania interwencyjne, co potęguje wśród banków pokusę nadużycia. Homogeniczne zachowania instytucji finansowych (np. strategie inwestycyjne, oparcie źródeł finansowania na rynku międzybankowym) amplifikują wpływ szoków i oddziałują procyklicznie.

Badania Luca Laevena i Fabiana Valencii (2012) wskazują, że w okresie 1970–2011 można zidentyfikować 146 kryzysów bankowych, 218 kryzysów walutowych i 66 kryzysów zadłużeniowych. Stwierdzono również, że kraje rozwinięte częściej wykorzystują narzędzia z zakresu polityki pieniężnej i fiskalnej do przeciwdziałania negatywnym skutkom kryzysu niż kraje wschodzące i rozwijające się. Jednocześnie to państwa rozwinięte ponoszą w wyniku kryzysu większe straty (rozumiane jako utrata dochodu narodowego i wzrost długu publicznego) niż kraje wschodzące i rozwijające się, co częściowo może wynikać z ważniejszej roli systemów bankowych w gospodarkach rozwiniętych. Od drugiej połowy lat siedemdziesiątych do drugiej połowy lat dziewięćdziesiątych XX w. częstotliwość kryzysów bankowych na świecie systematycznie rosła. Następny istotnej wielkości kryzys (po kryzysach azjatyckich) wystąpił dopiero pod koniec pierwszej dekady XXI w.⁸ Jednocześnie od drugiej połowy lat osiemdziesiątych obserwowano (głównie w państwach rozwiniętych) okres *Great Moderation*, polegający na spadku zmienności produktu krajowego i inflacji (oraz utrzymywania się jej na niskim poziomie) w krajach rozwiniętych przed globalnym kryzysem finansowym, czemu towarzyszył wzrost wiarygodności działań banku centralnego. Mogło to wynikać z trzech przyczyn (González-Páramo

⁸ Z kolei Michael Bordo i współpracownicy (2001, s. 27) są zdania, że częstotliwość kryzysów wzrosła, ale siła ich negatywnego oddziaływania – niekoniecznie.

2011): (1) lepiej prowadzonej polityki makroekonomicznej, (2) korzystnych, strukturalnych zmian w gospodarkach i (3) z faktu, że rozkład szoków był mniej destruktywny („szczęście”). Jednocześnie częściowo sprzyjało to stworzeniu iluzji (Hannoun 2010, s. 5) wysokiej odporności systemu finansowego na szoki oraz rozluźnieniu dyscypliny regulacyjnej, czemu towarzyszyło narastanie poziomu dźwigni w sektorze finansowym i poziomu zadłużenia w sektorze gospodarstw domowych w wielu gospodarkach rozwiniętych.

Aerdt Houben, Jan Kakes i Garry Schinasi (2004, s. 28) argumentują, że przed kryzysem można zauważyć następujące tendencje w systemie finansowym:

- rozwijał się on w szybszym tempie niż sfera realna gospodarki;
- jego struktura ulegała zmianie i rosła rola aktywów niemonetarnych;
- nastąpił wzrost integracji międzysektorowej i transgranicznej;

– stawał się on coraz bardziej złożony.

Podjmując próbę oceny tych tendencji po kryzysie, można zauważyć, że część z nich uległa zmianie. Tempo wzrostu systemu finansowego wyhamowało, podobnie jak tempo wzrostu sfery bankowości równoległej (*shadow banking*). Tendencja do integracji (szczególnie na rynku UE) wręcz się odwróciła i w okresie kryzysu nastąpiła fragmentaryzacja rynku finansowego (szczególnie pieniężnego i rynku długu) oraz osłabienie działalności transgranicznej banków (EBC 2012). Niewątpliwie system finansowy stał się jeszcze bardziej złożony, a obecne skomplikowane i zakrojone na szeroką skalę zmiany z zakresu regulacji i nadzoru dodatkowo temu sprzyjają. Andrew G. Haldane (2012) trafnie argumentuje, że nie można „zwalczać ognia ogniem”, gdyż prowadzi to do narastania stopnia skomplikowania regulacji i systemu finansowego, co obniża jego efektywność i przejrzystość oraz sprzyja wzrostowi cen usług na rynku finansowym. Działania regulacyjne i nadzorcze

Tab. 1. System finansowy przed kryzysem i po nim

System finansowy przed kryzysem („stara normalność”)	System finansowy po kryzysie („nowa normalność”)
Zmniejszone wahania makroekonomiczne	Wyższa zmienność wahań makroekonomicznych
Zrównoważone tempo wzrostu gospodarczego	Zmniejszenie potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego
Wysoka dynamika cen nieruchomości	Okres wydłużonych dostosowań na rynku nieruchomości i w sektorze budowlanym
Zwiększona rentowność działalności w sektorze finansowym w okresie historycznie niskich premii za ryzyko	Wzrost wyceny ryzyka kredytowego i płynności oraz kosztów prowadzenia działalności pośrednictwa finansowego
Mniej restrykcyjny charakter nadzoru i liberalizacja rynku usług finansowych	Istotny wzrost stopnia regulacji (zaostrożenie dotychczasowych regulacji i wprowadzenie nowych), ograniczającej zakres swobody w prowadzeniu działalności na rynku finansowym
Cechy wspólne	
Znaczny rozmiar (mierzony w relacji do PKB), choć po kryzysie jego tempo wzrostu wyhamowało	
Wysoki stopień skomplikowania i nieprzejrzysta struktura oraz większa skłonność do przenoszenia efektu zarażania	
Nadmierny poziom lewarowania i wysoki stopień (nieprzejrzystych) powiązań między elementami systemu	
Podwyższone ryzyko płynności	
Występowanie SIFI, obniżona dyscyplina rynkowa i występowanie negatywnych efektów zewnętrznych z tego tytułu (po kryzysie stopniowe ograniczanie tych negatywnych zjawisk za pomocą działań regulacyjnych)	
Wzrost roli sektora bankowości równoległej w procesie pośrednictwa finansowego (po kryzysie tempo wzrostu tego sektora wyhamowało)	

Źródło: opracowanie własne na podst.: González-Páramo 2011; Viñals et al. 2010, s. 7.

powinny więc dążyć do posługiwania się prostymi i zrozumiałymi mechanizmami.

Obecnie można zaobserwować funkcjonowanie globalnego systemu finansowego w okresie podwyższonej niestabilności. Zdaniem José Manuela Gonzáleza-Páramo (2011) kryzys, który rozpoczął się w połowie 2007 r., spowodował zmianę systemu finansowego, dotychczas funkcjonującego w „starej normalności”; obecnie można obserwować „nową normalność” (*the new normal*). Podobnie José Viñals i współpracownicy (2010, s. 7) wskazują na zmiany strukturalne, które zaszły w systemie finansowym i jego relacjach ze sferą realną gospodarki. Syntezę tych poglądów przedstawia tabela 1. O ile kryzys niewątpliwie spowodował wiele zmian w funkcjonowaniu systemu finansowego, o tyle część zjawisk (zagrożeń dla jego stabilności) występowała już wcześniej, ale instytucje sieci bezpieczeństwa nie zwracały na to wystarczającej uwagi (np. kumulowanie się ryzyka systemowego).

3. Stabilność finansowa przed kryzysem i po nim

W literaturze można wyróżnić zasadniczo dwa podejścia do definiowania stabilności finansowej, często utożsamianej ze stabilnością systemu finansowego. Pierwsze (szerokie) polega na próbie przedstawiania cech sytuacji, stanu w systemie finansowym, a szerzej: w gospodarce, który można by określić mianem stabilnego. Drugie, bardziej uproszczone (wąskie) podejście to próba zdefiniowania stabilności *a contrario* poprzez określenie, czym jest niestabilność finansowa. Brak występowania konsensusu w kwestii jednej definicji może wynikać ze zróżnicowanej i zmiennej natury tego zjawiska, kryzysów finansowych, jak i specyfiki krajowych systemów finansowych. Z przeglądu definicji dokonanych przez Pawła Smagę (2013) można wyciągnąć wniosek, że w literaturze (zagranicznej i krajowej) do okresu przed wybuchem kryzysu *subprime* najczęściej w definicjach wskazywano na oddziaływanie stabilności finansowej na sferę realną, a po 2007 r. – na stabilność finansową rozumianą jako prawidłowe wykonywanie funkcji przez system finansowy. Stabilność finansową

można rozumieć jako stan systemu finansowego posiadający następujące cechy:

- wypełnia prawidłowo swoje funkcje;
- nie narastają w nim: ryzyko systemowe oraz nierównowagi makrofinansowe;
- jest odporny na szoki (zarówno wewnętrzne, jak i zewnętrzne);
- ma zdolność do „samoleczenia”;
- nie następuje przekazywanie negatywnych impulsów wewnątrz systemu oraz między nim a sferą realną.

Należy zwrócić uwagę, że definicja ta nie może być interpretowana statycznie, gdyż stabilność finansowa jest pojęciem dynamicznym. Przedstawione wyżej cechy stanowią pewien stan idealny, do którego warto dążyć, jednak ze świadomością istnienia relacji wymiennych między poszczególnymi cechami, np. system wysoce rentowny, ale jednocześnie z wysokim poziomem dźwigni (duże ryzyko) albo bezpieczny i przeregulowany, lecz mało rentowny. Można odnieść wrażenie, że reformy regulacyjno-nadzorcze po kryzysie zmierzają w drugim ze wskazanych kierunków.

Dbałość instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego o stabilność finansową wynika głównie z dążenia do zapewnienia ciągłości pełnienia przez system finansowy swoich funkcji, takich jak (Schinasi 2005, s. 2):

- efektywna i sprawna alokacja (w przestrzeni i międzyokresowo) środków od oszczędzających do inwestorów;
- prawidłowa wycena, alokacja i sprawne zarządzanie ryzykiem finansowym;
- łagodne absorbowanie realnych i finansowych szoków poprzez mechanizm samokorygujący.

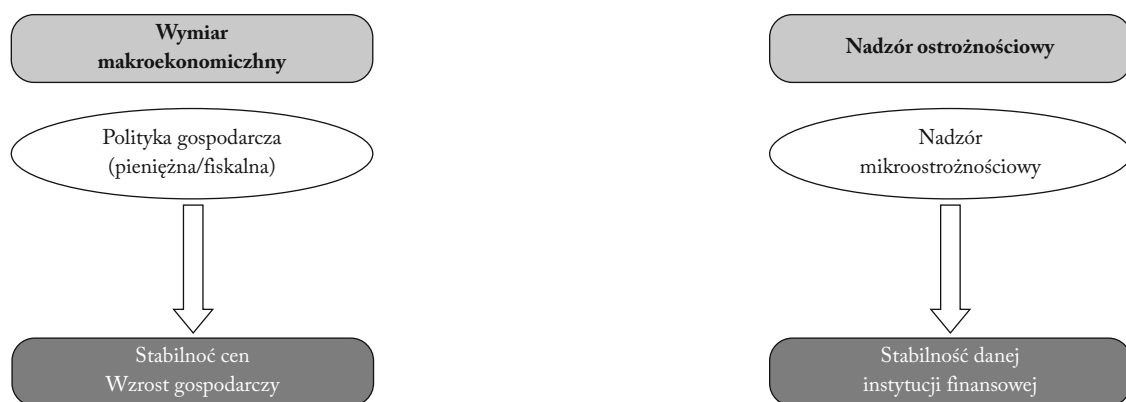
Stabilność finansowa stała się obecnie jednym z kluczowych celów polityki gospodarczej i powinna być wspólnym celem nadzoru mikro- i makroostrożnościowego. Joon-Ho Hahn i współpracownicy (2012, s. 8–12) argumentują, że po kryzysie okazało się, iż stan sektora finansowego ma o wiele większy wpływ na sytuację w sferze realnej, niż uważano przed kryzysem, a stabilny poziom cen i stabilizacja tempa wzrostu gospodarczego (wokół wartości potencjalnej) nie gwarantują stabilności finansowej. Podobnie okazało się, że koszt „sprzątania” po pęknięciu bańki spekulacyjnej jest bardzo wysoki (rozumiany jako spadek PKB i recesja w sfe-

rze realnej)). Wynika to co najmniej z trzech powodów. Po pierwsze, po kryzysach finansowych następuje zazwyczaj okres spowolnionego wzrostu gospodarczego. Po drugie, pogarsza się w znacznym stopniu sytuacja finansów publicznych. Po trzecie, zastosowanie strategii wyjścia z niestandardowych narzędzi banku centralnego i zmniejszania ich sumy bilansowej poprzez ograniczenie tempa wzrostu podaży pieniądza i płynności w sektorze finansowym może okazać się skomplikowane i zmniejszać możliwości efektywnego oddziaływania przez bank centralny na gospodarkę w przyszłości. Kryzys unaoczniał, że polityka mikroostrożnościowa i polityka

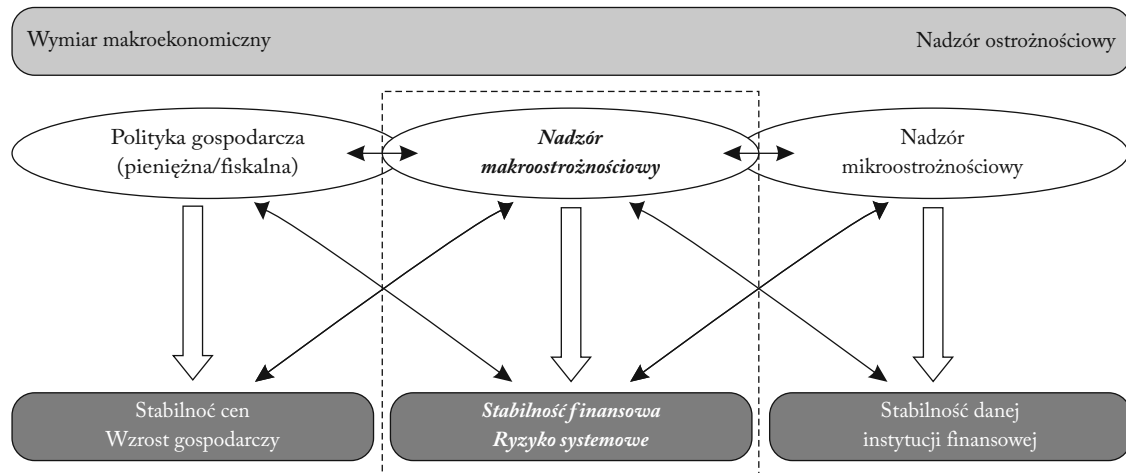
gospodarcza nie mogą być prowadzone w izolacji, a polityka makroostrożnościowa stanowi niezbędny pomost między nimi i zapobiega ryzyku tkwiącemu w systemie finansowym jako całości, co dotychczas nie było wystarczająco uwzględnianie ani przez nadzór mikroostrożnościowy, ani przez politykę gospodarczą (zob. ryc. 1).

Każda z instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego, podejmując działania zmierzające do osiągnięcia stabilności finansowej, staje przed dylematem. Polega on, z jednej strony, na dążeniu do uzyskania długoterminowych korzyści w skali systemu (w postaci spadku prawdopodobieństwa wystąpienia kryzysu finansowego,

Postrzeganie przed kryzysem



Postrzeganie po kryzysie



Ryc. 1. Polityka gospodarcza i nadzór ostrożnościowy – perspektywa przed kryzysem i po nim

Źródło: IMF 2013, s. 6.

uodpornienia systemu finansowego na zdarzenia „z ogona rozkładu” – *tail risks*), które jednak nie są pewne i pozostają trudno obserwowalne. Pozwalają jednak uniknąć negatywnych skutków kryzysu (jak np. zaburzenia pełnienia ww. funkcji i utrata PKB⁹). Z drugiej strony, podejmowane działania prewencyjne i/lub interwencyjne zazwyczaj jednocześnie skutkują (przejściowym) wzrostem kosztów usług pośrednictwa finansowego i ograniczeniem zakresu i swobody prowadzenia działalności na poziomie instytucji finansowych – koszty ponosi się od razu i są one zauważalne. Ponadto, działania prewencyjne instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego zazwyczaj motywuje się uniknięciem powstania źródeł poprzedniego kryzysu i mogą okazać się one niewystarczające w przypadku kolejnego kryzysu, o odmiennym charakterze.

Niestabilność finansowa może mieć źródło w dysfunkcji jednej z części systemu finansowego (np. pojedyncza instytucja, wybrany rynek, infrastruktura systemu finansowego), która przenosi się na cały system poprzez efekt zarażania. Narażenie systemu finansowego na efekt zarażania niejednokrotnie wynika z narastania nierównowag makrofinansowych rozumianych jako czynniki sprzyjające słabościom strukturalnym w systemie finansowym i sferze realnej. Narastanie nierównowag makrofinansowych nie musi od razu prowadzić do niestabilności, lecz często skutkuje osłabieniem procesu pośrednictwa finansowego i może zmaterializować się w sposób powodujący spadek cen aktywów i wzrost zmienności na rynkach finansowych.

Na podstawie przeglądu literatury (EBC 2009, s. 138) można wyróżnić cztery przyczyny narastania nierównowag zmniejszających odporność systemu finansowego. Po pierwsze, tendencja do podejmowania zachowań stadnych na rynkach finansowych zwiększa ekspozycję instytucji finansowych na podobny typ ryzyka. Po drugie, utrzymywanie przez dłuższy okres ekspansywnego nastawienia w polityce pieniężnej (np. stóp procentowych na niskim poziomie) zachęca instytucje finansowe do obniżania standardów oceny wiarygodności kredytowej i zwiększa-

nia apetytu na ryzyko (kanał transmisji polityki pieniężnej – podejmowanego ryzyka)¹⁰, a gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa niefinansowe – do zwiększenia poziomu zadłużenia, co może w średnim okresie stanowić zagrożenie dla stabilności finansowej (np. większa wrażliwość kondycji tych podmiotów na niewielki wzrost stóp procentowych). Po trzecie, wzrost wartości potencjalnego zabezpieczenia może prowadzić do wzrostu inwestycji oraz konsumpcji poprzez efekt majątkowy i dzięki możliwości uzyskania kredytu na większą kwotę pod rosnącą wartość zabezpieczenia. Po czwarte, utworzenie sieci bezpieczeństwa finansowego i pełnienie funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji¹¹ (*lender of last*

¹⁰ Zmiany stóp procentowych banku centralnego zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio wydają się wpływać na poziom podejmowanego przez banki ryzyka. Zazwyczaj w literaturze wyróżnia się trzy sposoby działania kanału podejmowanego ryzyka. Po pierwsze, poziom stóp procentowych wpływa na sposób wyceny ryzyka przez bank. Zmniejszająca się stopa banku centralnego zwiększa wartość aktywów i zabezpieczeń, co prowadzi do niższej wyceny prawdopodobieństwa bankructwa potencjalnych kredytobiorców, a także zmniejsza obserwowaną zmienność cen aktywów. Wzrastające wartości aktywów, dochodów i zysków zmniejszają percepcję ryzyka i podnoszą poziom jego tolerancji. Taki mechanizm zachęca do akceptacji przez banki wyższego ryzyka. Po drugie, niektóre firmy mają ustalone – często relatywnie stałe w czasie – nominalne stopy zwrotu, które ich menedżerowie w danym okresie powinni osiągnąć. Zmniejszające się stopy procentowe banku centralnego prowadzą do obniżenia stóp zwrotu aktywów uważanych za pozbawione ryzyka. Aby osiągnąć zamierzone zyski, podmioty poszukują bardziej ryzykownych aktywów, które generowałyby wyższe stopy zwrotu. Po trzecie, polityka pieniężna może wywierać wpływ na percepcję ryzyka poprzez komunikację z otoczeniem i stopień swojej przejrzystości. Większy stopień przewidywalności decyzji banku centralnego zmniejsza niepewność na rynku i prowadzi do większej skłonności do podejmowania ryzyka przez banki. Dlatego niektórzy ekonomiści rekomendują w przypadku dobrej sytuacji gospodarczej utrzymywanie stóp banku centralnego na poziomie wyższym niż jest to konieczne, aby zredukować bodźce zwiększające ryzyko płynności w bankach (Demchuk et al. 2012, s. 12).

¹¹ Zbigniew Polański (2012, s. 271–284) podkreśla, że porównując klasyczną doktrynę LOLR, należy mieć na uwadze to, iż od jej wprowadzenia nastąpiły znaczące zmiany strukturalne w systemie finansowym. Zmiany w polityce LOLR dotyczą głównie skali i okoliczności udzielania wsparcia płynnościowego. W okresie kry-

⁹ Zestawienie tabelaryczne kosztów kryzysów bankowych na świecie w okresie 1970–2011 przedstawiają Laeven i Valencia (2012, s. 24–26).

resort – LOLR) mogą spowodować pokusę nadużycia (szczególnie w kontekście funkcjonowania systemu gwarantowania depozytów). Pogłębienie procesów globalizacji i liberalizacji finansowej oraz rozwoju międzynarodowych rynków finansowych, oprócz oczywistych korzyści (jak np. wzrost dostępu do kapitału, wzrost dostępności i spadek kosztu usług finansowych) ułatwiło rozprzestrzenianie się efektu zarażania¹².

Do przykładów nierównowag makrofinansowych można zaliczyć:

- akumulację długu prywatnego i publicznego;
- długotrwałe przeszacowanie cen aktywów (szczególnie w środowisku niskich stóp procentowych);
- nadmierny napływ lub odpływ kapitału (odzwierciedlone w nie zrównoważonym saldzie bilansu płatniczego w dłuższym okresie);
- znaczący wzrost podaży pieniądza w gospodarce w krótkim okresie (w wyniku działań banku centralnego);
- hiperinflację;

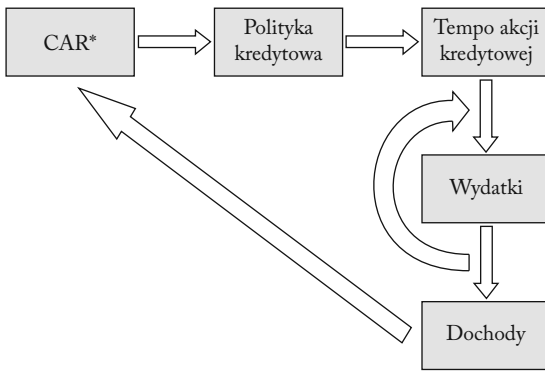
zysu funkcja „złazi się” w dużym stopniu z funkcją antycykliczno-stabilizacyjną polityki banków centralnych. Rozszerzono zakres beneficjentów wsparcia płynnościowego o niebankowe instytucje finansowe i niefinansowe podmioty gospodarcze (w przypadku Fed) oraz rządy (skupowanie obligacji przez EBC). Udzielano także wsparcia instytucjom cierpiącym na problemy głębsze niż płynnościowe, a działalność sterylizacyjna ulegała rozwinięciu. Banki centralne poluzowały również znacząco wymagania jakościowe dotyczące papierów wartościowych przyjmowanych jako zabezpieczenie dla udzielonych kredytów.

¹² Podobnie William White (2004) argumentuje, że coraz częstsze przejawy niestabilności finansowej wynikają z występowania i wzajemnego oddziaływania trzech trendów, wspomaganych przez dynamiczny rozwój poziomu zaawansowania technicznego: liberalizacji globalnych rynków dóbr i usług (co sprzyja presji deflacyjnej), liberalizacji rynków finansowych (co sprzyja nadmiernemu optymizmowi i wzrostowi akcji kredytowej i cen aktywów ponad tempo wzrostu wynikające z trendu) oraz zawężenia działań banków centralnych do oddziaływania tylko na tempo wzrostu cen, bez względu na krótkookresowe wahania. W konsekwencji „elastyczność” systemu finansowego wzrosła, podczas gdy działania regulatorów uległy „usztynieniu”. Z perspektywy można ocenić, że trzeci argument stopniowo się zmienia, gdyż banki centralne w coraz większym stopniu w podejmowanych działaniach uwzględniają perspektywę stabilności finansowej i zagrożenia wynikające z nadmiernego wzrostu cen aktywów.

– rozwój sfery bankowości równoległej i jej udziału w procesie pośrednictwa finansowego.

Tamim Bayoumi i Ola Melander (2008, s. 18–22) przedstawiają przykład (zob. ryc. 2) destrukcyjnych powiązań makrofinansowych między systemem finansowym a sferą realną (w kontekście globalnego kryzysu finansowego). Tok rozumowania zaczyna się od negatywnego szoku dotyczącego systemu bankowy, co skutkuje spadkiem zarówno jakości, jak i poziomu kapitału w bankach. Prowadzi to następnie do zaostrzenia kryteriów przyznawania kredytów i procesu delewarowania, co z kolei powoduje spadek dynamiki akcji kredytowej i może nawet wywołać zjawisko znacznego spadku podaży kredytu (*credit crunch*). W następstwie obserwuje się obniżenie dynamiki inwestycji, tempa wzrostu dochodów i pogorszenie koniunktury w sferze realnej. Za efekty zwrotne uważa się spadek popytu na kredyt (np. w wyniku wzrostu bezrobocia) i obniżenie jakości zabezpieczeń (negatywnie oddziałujące na jakość aktywów w bilansach banków).

Najwięcej trudności może przysporzyć ocena skutków i skali powiązań makrofinansowych w sytuacji kryzysowej, jak również efektów zwrotnych oraz ich wpływu na skuteczność kanałów transmisji impulsów polityki pieniężnej (Siregar 2011, s. 6), gdyż mogą one podlegać dynamicznym zmianom. Zaburzenie sprawności działania tych kanałów (np. stopy procentowej) z kolei ogranicza możliwości zastosowania przez bank centralny działań z zakresu zarządzania i rozwiązywania sytuacji kryzysowej (*crisis management*), stąd wniosek, że po kryzysie tak istotne okazało się dbanie banku centralnego o stabilność systemu finansowego. Jak podkreśla Peter Praet (2011), niezbędne jest zbadanie kanałów transmisji między sferą realną a systemem finansowym, by móc lepiej identyfikować narastanie nierównowag makrofinansowych i im zapobiegać. Zależności między stanem systemu finansowego i gospodarki nie są liniowe i znaczący wzrost rozmiaru systemu finansowego (zwłaszcza bankowego, w relacji do PKB) wzmacnia wpływ jego niestabilności na sytuację w sferze realnej. Zaburzenia w procesie pośrednictwa finansowego (np. w następstwie kryzysu) mogą prowadzić do zjawiska „bezkredytowego ożywienia” (Abiad, Dell’Ariccia,



* CAR – *Capital Adequacy Ratio*: wskaźnik adekwatności kapitałowej

Ryc. 2. Przykład powiązań makrofinansowych

Źródło: Bayoumi, Melander 2008, s. 21.

Bin Li 2012, s. 127), gdzie niższe tempo wzrostu gospodarczego wynika m.in. z ograniczonej alokacji środków finansowych, gdy podmioty gospodarcze zmniejszają wydatki i inwestycje wymagające finansowania w postaci kredytu oraz firmy w większym stopniu zależne od finansowania zewnętrznego redukują swoją działalność. O ile zmniejszenie akcji kredytowej może wynikać z różnych powodów (jak np. słaba kondycja finansowa banków, nadmierne zadłużenie sektora prywatnego), o tyle to działania władz publicznych nakierowane na wzrost efektywności funkcji pośrednictwa finansowego mogą sprzyjać wzrostowi gospodarczemu i uniknięciu zjawiska *credit crunch*.

Nierzadko działania podejmowane przez sieć bezpieczeństwa finansowego, odpowiedzialną jedynie za „krajową” stabilność finansową, w niewystarczającym stopniu uwzględniały wpływ polityki stabilizowania systemu finansowego na inne systemy finansowe¹³. Efekt zarażania powoduje szybkie umiędzynarodowienie skali i następstw kryzysu, co wymaga działań i porozu-

¹³ W przypadku polityki *quantitative easing* Fed można zaobserwować także „efekty uboczne” wzrostu podaży dolara w globalnym systemie finansowym, co skutkowało również wzrostem cen aktywów (i surowców) na światowych rynkach oraz zwiększeniem skali napływu kapitału do gospodarek wschodzących, oddziałując na wzrost PKB i inflacji w części tych krajów (Chen, Cúrdia, Ferrero 2011).

mień na szczeblu ponadnarodowym, by móc im skutecznie zapobiegać. Przed kryzysem można było zaobserwować, że słuszną jest hipoteza *decoupling*, która polega na mniejszej zależności koniunktury gospodarek wschodzących od kondycji tych z krajów rozwiniętych (w kontekście przenoszenia impulsów kryzysowych). Stopień synchronizacji cykli gospodarczych między tymi krajami uważano za niewielki, podobnie jak skalę zagrożenia potencjalnym efektem zarażania. Również wyższe tempo wzrostu w gospodarkach wschodzących przed kryzysem (np. Indii, Brazylii) niż w rozwiniętych sprzyjało takiej ocenie. Jednak globalny kryzys finansowy negatywnie zweryfikował ten pogląd, gdy efekt zarażania rozprzestrzenił się również na gospodarki wschodzące. Doświadczyły one nagłego odpływu kapitału, który miał charakter głównie portfelowy (*sudden stop*), ograniczeń w dostępie do zagranicznych źródeł finansowania¹⁴ oraz wycofywania się zagranicznych instytucji z finansowania gospodarki w krajach rozwijających się (np. proces delewarowania w gospodarkach EŚiW).

4. Sieć bezpieczeństwa finansowego i regulacje systemu finansowego przed kryzysem i po nim

Globalny kryzys finansowy wykazał również istnienie wielu słabości ówczesnej architektury sieci bezpieczeństwa finansowego, zarówno na poziomie krajowym, jak i globalnym. Można do nich zaliczyć:

- ograniczenie roli nadzoru bankowego do (państwowego) nadzorowania prawidłowości pro-

¹⁴ Finansowanie działalności bankowej ze źródeł krajowych przynosi korzystne efekty dla stabilności systemów bankowych. Akcja kredytowa zwiększa się dzięki temu w tempie zbliżonym do tempa wzrostu dochodu narodowego, a tym samym nie rośnie szybciej niż zdolność pożyczkobiorców do spłaty kredytów. Może to sprzyjać ograniczonemu narastaniu niestabilnych boomów kredytowych (Chmielewski, Sławiński 2010, s. 52). Jednak z drugiej strony może to też zmniejszać korzyści z rozwoju globalnych rynków finansowych i efekt dywersyfikacji, prowadząc do częściowej „regionalizacji” gospodarek i relatywnie większego narażenia na szoki krajowe.

cedur zarządzania ryzykiem i wypełniania norm nadzorczych;

- brak spojrzenia systemowego na zagrożenia stabilności finansowej (skupienie się na stabilności z perspektywy mikroostrożnościowej);
- nieuwzględnianie w wystarczającym stopniu skutków działań podejmowanych przez poszczególne instytucje w skali całego systemu;
- niedostatki w zakresie nadzoru nad coraz bardziej skomplikowanymi instrumentami finansowymi i segmentami rynku finansowego oraz efekt pobłażliwości nadzorczej;
- brak jednoznacznej alokacji odpowiedzialności za stabilność finansową w ramach sieci bezpieczeństwa finansowego;
- przyjmowanie krajowej perspektywy oceny stabilności finansowej i podejmowanych działań na jej rzecz;
- niewystarczające narzędzia nie tylko do przeciwdziałania narastaniu nierównowag, lecz i do zarządzania kryzysowego.

Na stabilność finansową składa się stabilność zarówno poszczególnych instytucji, jak i powiązań między nimi. Nadzór z perspektywy mikroostrożnościowej okazał się jednak niewystarczający do osiągnięcia stabilności systemu finansowego – nie gwarantuje go stabilność każdej instytucji z osobna. Można podać dwa powody (Hannoun 2010, s. 14). Po pierwsze, od strony nadzorowanych instytucji, wiele strat poniesionych przez regulowane instytucje wynikało z transakcji przeprowadzanych poza zakresem regulacji – w wyniku arbitrażu regulacyjnego, transakcji pozabilansowych i tych z instytucjami ze sfery bankowości równoległej. Transakcje te okazały się niewystarczająco przejrzyste dla regulatorów i nie byli oni w stanie określić faktycznej skali zagrożenia narastającym ryzykiem systemowym. Po drugie, od strony nadzorców, różnice w intensywności sprawowania i form nadzoru mikroostrożnościowego były niewystarczające. Zbytne zawężenie jedynie do nadzoru w ramach wyznaczonego zakresu prowadziło do pomijania potencjalnych źródeł zagrożeń dla stabilności finansowej i powiązań między instytucjami (np. wzrost narażenia na ten sam typ ryzyka). Działania słuszne z perspektywy mikroostrożnościowej w okresie kryzysu np. delewarowanie i wyprzedaż aktywów (w celu zmniejszenia narażenia na ryzy-

ko), z perspektywy makroostrożnościowej (jeśli następuje to jednocześnie w znacznej skali) mogą prowadzić do zawodności rynku, gwałtownego spadku cen aktywów i nieefektywnej alokacji płynności w systemie.

Po kryzysie można zaobserwować dwa, wzajemnie uzupełniające się, trendy zmian regulacyjnych w zakresie przyczyniania się sieci bezpieczeństwa finansowego do stabilności finansowej:

- wzmocnienie roli banku centralnego (w zakresie przyznanych mu mandatów i instrumentarium) w nadzorze systemowym i mikroostrożnościowym¹⁵;
- formalizowanie i tworzenie kolegalnych instytucji odpowiedzialnych za identyfikowanie i zapobieganie ryzyku systemowemu (np. poprzez wydawanie rekomendacji).

W zakresie nadzoru mikroostrożnościowego po kryzysie Erlend W. Nier (2009, s. 4) zwraca uwagę na dążenie do dominacji dwóch modeli: zintegrowanego w banku centralnym (np. Bank Irlandii, Bank Litwy, Bank Anglii; ew. z instytucją mu podległą odpowiedzialną za implementację działań nadzorczych) oraz modelu *twin-peaks*, gdzie bank centralny jest odpowiedzialny za sprawowanie czynności nadzorczych i zapobieganie ryzyku systemowemu (np. Bank Belgii), a odrębna instytucja odpowiada za nadzór nad sposobem prowadzenia działalności instytucji kredytowych (*conduct of business*). Oceniając powyższe trendy, należy wskazać, że – po pierwsze – świadczy to o redukcji liczby instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego, co można uznać za korzystne, gdyż pozwala lepiej alokować odpowiedzialność za stabilność finansową i zmniejszyć potrzebę czasochłonnej koordynacji działań. Po drugie – wzrost roli banku centralnego w przyczynianiu się do stabilności finansowej jest korzystny

¹⁵ Po kryzysie w krajach Unii Europejskiej wyraźnie widać tendencję do odchodzenia od modelu sektorowego na rzecz modelu zintegrowanego, w szczególności *twin peaks*. Drugą obserwowaną tendencją jest zwiększenie zaangażowania banków centralnych w nadzór finansowy. Należy zauważyć, że w większości krajów, które wprowadziły lub zamierzają wprowadzić model *twin peaks*, bank centralny jest zaangażowany w nadzór mikroostrożnościowy już nie tylko sektora bankowego, ale całego rynku finansowego. Tam, gdzie bank centralny nie jest bezpośrednio odpowiedzialny za nadzór, istnieją bliskie powiązania między nim a organem nadzorczym (Dobrzańska 2012, s. 70–71).

i pozwala bazować na jego doświadczeniu w analizowaniu zagrożeń dla stabilności zarówno pojedynczych instytucji (np. SIFI), jak i dla całego systemu oraz uzyskać efekty synergii między prowadzeniem polityki pieniężnej i sprawowaniem nadzoru mikro- i makroostrożnościowego.

Na podstawie doświadczeń z kryzysu Howard Davies i David Green (2010, s. 86–87) wskazują również na to, że:

- żaden z modeli nadzoru mikroostrożnościowego (np. w banku centralnym lub poza nim) nie jest bardziej efektywny, choć daje to bankowi centralnemu bezpośredni dostęp do danych nadzorczych, co mógłby wykorzystać do zwiększonego nadzoru nad SIFI;
- niezbędne jest zwrócenie większej uwagi na nadzór nad płynnością całego rynku, dostarczanie płynności przez bank centralny w ramach LOLR, odpowiednio wcześnie podejmowanie działań zapobiegawczych i sprawne przeprowadzanie likwidacji upadających banków oraz wzmocnienie systemu gwarantowania depozytów;
- bank centralny nie może skupiać się w przeważającej mierze na polityce pieniężnej – niezbędne jest prowadzenie badań w zakresie funkcjonowania systemu finansowego i posiadanie kadry zarządzającej, która rozumie te procesy.

Kryzys ujawnił nie tylko niedostatki w zakresie architektury sieci bezpieczeństwa finansowego, lecz również z zakresu regulacji sektora finansowego i ich stosowania¹⁶. Lata 2008–2013

pokazały słabości Bazylei I i II, implementowanej w formie pakietów CRD w UE, co uzasadniało podjęcie prac nad próbą ich częściowego zniwelowania. Do wspomnianych słabości można zaliczyć¹⁷:

- zbyt niski poziom i niezadowalająca jakość bazy kapitałowej banków;
- brak antycyklicznego charakteru regulacji kapitałowych;
- niewystarczające bufony płynnościowe (brak uregulowania płynności w Nowej Umowie Kapitałowej), gdyż okazało się, że samo spełnienie norm adekwatności kapitałowej nie gwarantuje stabilności instytucji finansowej;
- wykorzystanie opcji narodowych, co pozwalało nadzorcom krajowym w UE w nadmiernym stopniu wykorzystywać zjawisko *forbearance*¹⁸ przy obliczaniu wymogów kapitałowych;
- pominięcie mechanizmu dźwigni finansowej w normach adekwatności kapitałowej;
- zróżnicowaną praktykę w ujawnianiu informacji finansowej (duża swoboda i brak porównywalności raportów) – nie stwarzała ona pola do dyscypliny rynkowej w filarze III;
- nieadekwatne wagi ryzyka i ocenę ekspozycji:

łów własnych, utworzenia wyższych rezerw i ograniczenia polityki wynagrodzeń).

5. Dyscyplina rynkowa ze strony sektora prywatnego była mniej efektywna.

Ankieta (*World Bank Bank Regulation and Supervision Survey*) obejmowała 143 kraje (37 gospodarek rozwiniętych i 106 gospodarek wschodzących i rozwijających się). Badano okres 2008–2010, a wyniki porównywano z poprzednimi edycjami ankiety (Čihák et al. 2012, s. 8–10).

¹⁷ Niniejsza lista została częściowo przygotowana na podstawie prezentacji Pawła Dziekońskiego (2013).

¹⁸ Zjawisko to można przetłumaczyć jako „pobłażliwość” i rozumieć dwojako. Od strony nadzorcy oznacza łagodniejsze traktowanie nadzorowanych podmiotów oraz brak odpowiednio wczesnego wykrywania błędów i niedostatków w zakresie spełniania norm nadzorczych (np. w przypadku kryzysu *cajas* w Hiszpanii) w obawie przed reakcją w postaci samosprawdzającej się prognozy. Brak wczesnej interwencji może jednak prowadzić do wzrostu kosztów kryzysu finansowego. Od strony instytucji finansowej (nadzorowanej) oznacza to opóźnianie procesu rozpoznawania strat np. z tytułu ryzyka kredytowego i łagodzenie kryteriów klasyfikacji NPL, co może powodować zaburzenie oceny faktycznej kondycji finansowej i ukrywanie problemów związanych z jakością portfela kredytowego (ESRB 2012, s. 4–11).

¹⁶ Badania Banku Światowego wskazują, że w gospodarkach dotkniętych przez kryzys:

1. Definicje kapitału regulacyjnego były mniej restrykcyjne, banki dysponowały większą swobodą w kalkulacji poziomu adekwatności kapitałowej oraz niższymi jej współczynnikami.
2. Bezpośrednie angażowanie się instytucji finansowych w działalność niebankową (poza bankowością uniwersalną, np. ubezpieczenia, bankowość inwestycyjną itp.) nie było w istotnym stopniu ograniczane.
3. Instytucje finansowe podlegały mniej rygorystycznym regulacjom NPL, zasadom naliczania rezerw oraz łagodnym zasadom rozpoznawania strat z tytułu ryzyka kredytowego.
4. Nadzorcy z krajów dotkniętych kryzysem dysponowali przeciętnie węższym zakresem uprawnień (np. możliwością wymagania od banku podniesienia poziomu kapita-

- niedostateczne uwzględnienie ryzyka związanego z ekspozycją w instrumentach pochodnych,
 - nieuzasadnione założenie niższych wag w przypadku kredytów hipotecznych i dla klientów detalicznych – co prowadziło do niskiego wymogu kapitałowego, niewspół-
- miernego do faktycznie ponoszonego ryzyka,
- relatywnie niższe wagi dla ryzyka rynkowego, co mogło skłaniać banki do zwiększania księgi handlowej, narażając je na zmiany cen aktywów na rynkach finansowych,

Tab. 2. Dotychczasowy paradygmat stabilności finansowej i propozycje jego zmiany

Dotychczasowy paradygmat	Propozycje zmiany paradygmatu
Z perspektywy banku centralnego	
Polityka pieniężna ściśle skupiona na celu inflacyjnym (stabilny poziom cen w średnim okresie).	Elastycznie oddziałująca polityka pieniężna skupiona na celu inflacyjnym i uwzględniająca zapobieganie nierównowagom makrofinansowym oraz służąca wspieraniu stabilności finansowej. Może to uzasadniać wydłużenie horyzontu, w którym bank centralny pragnie osiągać cel inflacyjny. Skupienie się banku centralnego wyłącznie na stabilizowaniu inflacji może skutkować niedoszacowaniem zagrożeń dla stabilności finansowej.
Stabilność finansowa może być drugorzędnym celem banku centralnego.	Stabilność finansowa powinna być równoważnym celem banku centralnego jak stabilność cen.
Należy przyjmować strategię <i>cleaning</i> wobec baniek na rynkach aktywów.	Należy przyjmować strategię <i>leaning</i> wobec baniek na rynkach aktywów.
Niski poziom stóp procentowych sprzyja poprawie kondycji banków i stabilności finansowej.	Niski poziom stóp procentowych może stwarzać środowisko do niezrównoważonego wzrostu cen aktywów i wydłużać proces restrukturyzacji bilansów banków.
Stabilność cen jest wystarczająca, by osiągnąć stabilność finansową.	Stabilność cen jest warunkiem koniecznym, lecz niewystarczającym dla stabilności finansowej.
Osiągnięcie zerowego poziomu stóp procentowych w istotny sposób ogranicza możliwości stymulowania gospodarki przez ekspansywną politykę pieniężną banku centralnego.	W przypadku ograniczonej drożności kanału stopy procentowej bank centralny ma możliwości zastosowania narzędzi niestandardowych, które np. poprzez wzrost podaży pieniądza mogą stymulować koniunkturę.
Z perspektywy regulacji i nadzoru nad systemem finansowym	
System finansowy ma zdolność „samoleczenia” i powrotu do stanu równowagi w przypadku wystąpienia szoku.	Zdolności „samoleczenia” systemu finansowego są ograniczone, niezbędna jest interwencja władz publicznych (sieci bezpieczeństwa finansowego), by przywrócić stabilność finansową.
Nadzór mikroostrożnościowy skupiony na kondycji poszczególnych banków.	Powiązanie nadzoru mikro- z makroostrożnościowym skupione na ryzyku systemowym i antycyklicznie oddziałujących instrumentach.
Źródłem niestabilności w systemie finansowym są głównie banki.	Stabilności finansowej mogą zagrozić również niebankowe instytucje finansowe, w tym te ze sfery bankowości równoległej.
Dywersyfikacja działalności bankowej i uniwersalny model bankowości pozwalający na znaczące zaangażowanie w działalność handlową nie tylko zapewnia szeroki zakres usług klientom, lecz także jest zyskowny i bezpieczny.	Działalność handlowa prowadzi do podejmowania zbyt dużego ryzyka i naraża na ryzyko środki deponentów objęte systemem gwarancji depozytów oraz prowadzi do nadmiernego wzrostu rozmiarów banku i problemu TBTF. Zasadne jest wprowadzenie separacji bankowości depozytowo-kredytowej od działalności handlowej.
Spełniający normy regulacyjne poziom adekwatności kapitałowej jest wystarczający do osiągnięcia i utrzymania stabilności banku.	Nie tylko adekwatność kapitałowa, ale i poziom płynności warunkują stabilność banku.

Tab. 2 – cd.

Dotychczasowy paradygmat	Propozycje zmiany paradygmatu
Powiązania między instytucjami i systemami finansowymi pozwalają osiągnąć wiele korzyści np. z dywersyfikacji.	Powiązania między instytucjami i systemami finansowymi stanowią kanały, przez które może przenosić się efekt zarażania.
W wyniku procesu konsolidacji i konglomeracji powstawanie dużych instytucji może prowadzić do uzyskania korzyści skali i zakresu.	Wzrost koncentracji w sektorze finansowym może prowadzić do powstawania dużych instytucji finansowych o systemowym znaczeniu, których upadłość miałaby znaczące negatywne skutki dla stabilności finansowej.
Oparcie na wewnętrznych procedurach zarządzania ryzykiem, samoregulacji i dyscyplinie rynkowej prowadzi do stabilności finansowej.	Dyscyplina rynkowa w świetle nieefektywności informacyjnej rynków finansowych jest niewystarczająca, by osiągnąć stabilność finansową – niezbędne jest zwiększenie poziomu kapitałów w bankach, poprawa jakości ładu korporacyjnego i rozszerzenie zakresu regulacji.
Polityka fiskalna nie uwzględnia konsekwencji dla stabilności systemu bankowego.	Liczne kanały powiązań między stanem sektora bankowego i sektora finansów publicznych tworzą „pętlę kryzysową”.
Innowacje finansowe sprzyjają poprawie efektywności funkcji pośrednictwa finansowego.	Innowacje finansowe mogą być zagrożeniem dla stabilności finansowej, szczególnie gdy są one nieprzejrzystej konstrukcji i stanowią przedmiot transakcji w sferze bankowości równoległej.
Procesy liberalizacji i deregulacji sprzyjają rozwojowi działalności instytucji finansowych i innowacjom, a w konsekwencji wspierają wypełnianie funkcji pośrednictwa finansowego.	Proces deregulacji może jednocześnie skłaniać instytucje finansowe do podejmowania nadmiernego ryzyka (niewspółmiernego do posiadanej bazy kapitałowej), co prowadzi do ryzyka systemowego.
Oparcie na ratingach zewnętrznych jako obiektywnej mierze ryzyka kredytowego danej instytucji/kraju.	Proces nadawania ocen przez agencje ratingowe cechuje się procyklicznością i może być nieobiektywny (np. na skutek konfliktu interesów).
Obligacje rządowe stanowią aktywa, z którymi nie wiąże się żadne ryzyko inwestycyjne.	Nie należy traktować obligacji rządowych jako aktywów, którym można przypisać zerową wagę ryzyka. Inwestycja w papiery rządowe wiąże się z ryzykiem kredytowym (wyplacalności, kraju).
Skupienie się na stabilności krajowych systemów finansowych samoczynnie gwarantuje stabilność globalnego systemu finansowego.	Konieczność koordynacji działań instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego w skali globalnej w związku ze wzrostem międzynarodowego wymiaru stabilności finansowej i zwiększonymi przepływami kapitałowymi (jest to szczególnie ważne w przypadku małych otwartych gospodarek, gdzie wahania kursu walutowego odgrywają istotną rolę).

Źródło: opracowanie własne.

- nieuzasadniona możliwość nadawania obligacjom rządowym emitowanym w walucie krajowej zerowej wagi ryzyka¹⁹, gdyż w praktyce wiąże się z nimi ryzyko kredytowe i ryzyko kraju (wyplacalności).

Syntezę analizowanych w artykule zmian paradygmatu (z punktu widzenia banku centralnego oraz z perspektywy regulacji i nadzoru nad systemem finansowym) zawiera tabela 2.

¹⁹ Stanowiło to jeden z kanałów przenoszenia się negatywnych impulsów kryzysowych między sektorami bankowym i finansów publicznych.

Nie wszystkie z poruszanych kwestii były nieobecne przed kryzysem – część z nich pojawiała się wcześniej, lecz dopiero wybuch kryzysu pozwolił zwrócić na nie zdecydowanie większą uwagę i uwypuklił dotychczas niedoszacowane ryzyka. Jednak zmiany wciąż opierają się na negowaniu lub udoskonalaniu dotychczasowego podejścia do analizowania i dbania o stabilność finansową; nadal nie wypracowano spójnej koncepcji nie tylko popartej badaniami empirycznymi, lecz także zweryfikowanej w praktyce. Można więc podejrzewać, że o ile wykazano w większości przypadków słabości dotychcza-

sowych rozwiązań, to nie udowodniono w pełni skuteczności proponowanych zmian, stąd zasadne byłoby przyjęcie podejścia ewolucyjnego przy ich wprowadzeniu poprzez nowe regulacje i modyfikację systemu nadzoru, stosując jednocześnie zdrowy krytycyzm w ocenie ich przydatności. W przypadku większości zmian wskazanych w tabeli 2 można obserwować kształtowanie się zgodności poglądów, lecz główne sporne kwestie w dyskusji wciąż obejmują m.in. sposób ograniczenia traktowania obligacji rządowych jako papierów „bez ryzyka”, ograniczenie negatywnego wpływu innowacji finansowych, zmniejszanie procykliczności ocen agencji ratingowych oraz wprowadzenie separacji bankowości depozytowo-kredytowej od działalności handlowej.

Jednocześnie, analizując zmiany, należy wyraźnie rozróżnić procesy i proponowane rozwiązania na szczeblu krajowym, na szczeblu ugrupowania integracyjnego oraz na poziomie gospodarki światowej, tak by zadbać (na ile to możliwe) o spójność rozwiązań na wskazanych szczeblach.

5. Podsumowanie

Kryzys trwa już od połowy 2007 r. i chociaż zmniejszyła się jego intensywność, to system finansowy wciąż jest w stanie podwyższonej niestabilności, co może utrzymywać się przez kolejne lata. Przedstawienie tego, jak bardzo zmienia się podejście do rozumienia stabilności finansowej i sam system finansowy w wyniku doświadczeń płynących z kryzysu, ma praktyczne implikacje dla dbałości o stabilność finansową ze strony instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego. Częściowo nieaktualne jest więc użycie tego samego zestawu narzędzi co przed kryzysem, gdyż muszą być one dostosowane do nowych realiów i odpowiednio skalibrowane na perspektywę systemową.

Aby skutecznie zapobiegać zjawiskom analizowanym w tym artykule, niezbędne jest też poszukiwanie źródeł danych do analizowania ryzyka systemowego, następnie opracowanie aparatu analitycznego pozwalającego na odpowiednio wczesne wykrywanie narastania nierównowag makrofinansowych (mogących skutkować zaburzeniem makrostabilności) oraz ocena po-

tencjału rozprzestrzeniania się efektu zarażenia. Powinna to być praca o charakterze ciągłego monitorowania przy okresowym aktualizowaniu aparatu analitycznego. Również bank centralny w swoim aparacie badawczym winien w większym stopniu uwzględniać rolę systemu finansowego i powiązania makrofinansowe.

Ponadto, aby niwelować zidentyfikowane luki w zakresie nadzoru i regulacji systemu finansowego, niezbędne jest wyposażenie odpowiednich instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego (i przejrzystej alokacji odpowiedzialności za stabilność finansową) w instrumenty prewencyjne, które mogłyby służyć zapobieganiu przerodzenia się tych nierównowag i ryzyka systemowego w zjawiska kryzysowe. Zastosowanie narzędzi nadzoru makroostrożnościowego powinno przeciwdziałać zjawisku procykliczności, zasadne jest więc to, by miały antycykliczny charakter i żeby było to skoordynowane z innymi politykami gospodarczymi, a w szczególności polityką pieniężną. Polityka gospodarcza powinna reagować symetrycznie, tj. zarówno w okresie boomu, jak i recesji. Niezbędne jest nadanie celowi działania sieci bezpieczeństwa finansowego – stabilności finansowej, z jednej strony systemowego charakteru, a z drugiej odpowiednio długiego horyzontu czasowego, uwzględniającego możliwość narastania zagrożeń dla stabilności finansowej, i wykraczanie ponad podejmowanie krótkookresowych działań interwencyjnych.

Działania władz publicznych po kryzysie, zmierzające do szybkiej i znaczącej poprawy zarówno poziomu, jak i jakości kapitałów banków, z jednej strony są słuszne, gdyż ma to na celu przywrócenie zaufania do systemu finansowego i wzmocnienie jego odporności na szoki. Jednak z drugiej strony dążenie do znaczącego zwiększania poziomu adekwatności kapitałowej banków w okresie recesji jest działaniem procyklicznym, co może spowodować proces delewarowania i opóźnić budowę, wydłużając okres poprawy koniunktury. Jednocześnie, niwelując zidentyfikowane luki w systemie regulacji i nadzoru, należy unikać zjawiska przeregulowania, co ograniczyłoby efektywność funkcjonowania systemu finansowego, prowadziło do wzrostu cen usług na rynku finansowym, a w konsekwencji zmniejszyło pozytywny wpływ systemu finansowego na wzrost gospodarczy.

Do wyzwań w zakresie wspierania przez instytucje sieci bezpieczeństwa finansowego stabilności finansowej po globalnym kryzysie można zatem zaliczyć:

- ograniczanie narastania nierównowag makrofinansowych (np. baniek spekulacyjnych) wynikających z utrzymywania przez dłuższy czas ekspansywnej polityki pieniężnej (tj. stóp procentowych na niskim poziomie w efekcie działań antykryzysowych), przy jednoczesnym stymulowaniu wzrostu gospodarczego;
- konieczność zastosowania przez banki centralne efektywnej strategii wyjścia z niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej w sposób niepowodujący zagrożeń dla stabilności finansowej (np. ryzyko inflacji w średnim okresie i nadmiernego delewarowania);
- uniknięcie uzależnienia kondycji finansowej banków od pomocy publicznej (tj. wsparcia płynnościowego banku centralnego, dokapitalizowania przez rząd itp.) oraz osłabienie negatywnych efektów zwrotnych między sektorem bankowym a sytuacją finansów publicznych;
- potencjalne ograniczenie efektywności i wzrost kosztów spełniania funkcji przez system finansowy w wyniku wzrostu stopnia regulowania systemu finansowego (np. nowe wymogi kapitałowe, płynnościowe, zwiększony nadzór finansowy);
- skutecznie wzmacnianie odporności systemu finansowego na ryzyko systemowe;
- dynamiczne dostosowanie regulacji do zmian strukturalnych w systemie finansowym;
- rozszerzenie zakresu regulacji o dotychczas nieregulowany obszar bankowości równoległej;
- opracowanie skutecznego procesu uporządkowanej restrukturyzacji i likwidacji instytucji finansowych (procedury *resolution*), szczególnie dla SIFI, niepowodującego efektu domina;
- ograniczanie zachowań instytucji finansowych sprzyjających niestabilności całego systemu (np. wadliwy sposób zarządzania ryzykiem, tendencja do podejmowania nadmiernego ryzyka w celu uzyskania krótkoterminowych zysków itd.);
- dbanie o wzrost dyscypliny rynkowej i ograniczanie pokusy nadużycia, która może powstać w procesie ww. zmian regulacyjnych;

- rozszerzenie nadzoru nad innowacyjnymi instrumentami finansowymi, wspieranie przejrzystości ich konstrukcji i wzmocnienie ochrony konsumenta na rynku usług finansowych.

Podsumowując, z przeprowadzonej analizy wynika, że następuje znacząca zmiana paradygmatu stabilności finansowej (zob. tab. 2) w rezultacie doświadczeń z ostatniego globalnego kryzysu finansowego, co pozwala stwierdzić, że postawiona na początku artykułu teza została potwierdzona. Jednocześnie, do kierunków dalszych badań można zaliczyć:

- podjęcie próby oceny, na ile obecnie wprowadzane regulacje faktycznie niwelują (a na ile petryfikują) zidentyfikowane słabości systemu finansowego i przedkryzysowe luki w regulacjach i systemie nadzoru, co mogłoby prowadzić do zaproponowania nowych rozwiązań;
- analizę skutków ubocznych obecnych reform (np. ryzyko spadku efektywności funkcjonowania systemu finansowego poprzez przeregulowanie);
- opracowanie „operacyjnego” wymiaru stabilności finansowej, czyli przedstawienie jej w formie miernika ilościowego, który zyskałby powszechną akceptację i pozwolił uzasadniać działania (np. prewencyjne) instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego – do tego jednak jest potrzebne zbliżenie się do konsensusu w zakresie definicji stabilności finansowej i ryzyka systemowego.

Literatura

- Abiad A., Dell’Ariccia G., Bin Li G. (2012). „What have we learned about creditless recoveries?”, w: S. Gerlach, E. Gnan, J. Ulbrich (red.), *The ESRB at 1*. Vienna: SUERF Study 2012/4.
- Acharya V.V., Richardson M.P. (2009). „Causes of the financial crisis”, *Critical Review*, t. 21, nr 2/3.
- Bayoumi T., Melander O. (2008). *Credit Matters: Empirical Evidence on U.S. Macro-Financial Linkages*. IMF Working Paper WP/08/169.
- Bordo M., Eichengreen B., Klingebiel D., Peria M.S.M. (2001). „Is the crisis problem growing more severe?”, *Economic Policy*, t. 16, nr 32.
- Chen H., Cúrdia V., Ferrero A. (2011). *The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs*.

Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 527/December.

Chmielewski T., Sławiński A. (2010). „Wykorzystywanie instrumentów nadzorczych w polityce makro-stabilnościowej”, *Zarządzanie Publiczne*, nr 3 (13).

Čihák M., Demirguc-Kunt A., Peria M.S.M., Mohseni-Cheraghloo A. (2012). *Bank Regulation and Supervision around the World. A Crisis Update*. Policy Research Working Paper 6286, The World Bank.

Claessens S., Kose M.A. (2013). *Financial Crises: Explanations, Types, and Implications*. IMF Working Paper WP/13/28.

Davies H., Green D. (2010). *Banking on the Future: The Fall and Rise of Central Banking*. Princeton: Princeton University Press.

De Nicolò G., Favara G., Ratnovski L. (2012). *Externalities and Macroprudential Policy*. IMF Discussion Note SDN/12/05, IMF.

Demchuk O., Łyziak T., Przystupa J., Sznajderska A., Wróbel E. (2012). *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2011 roku?*, seria: Materiały i Studia, Zeszyt nr 270. Warszawa: NBP.

Dobrzańska A. (2012). *Zmiany w modelach nadzoru mikroostrożnościowego w krajach Unii Europejskiej w następstwie kryzysu finansowego*. Zeszyt Naukowy *Studia i Prace, KZiF*, nr 119. Warszawa: SGH.

Dziekoński P. (2013). *Basel III*. Materiały szkoleniowe. Warszawa: Centrum Treningu Biznesowego.

EBC (2009). *Financial Stability Review*. December.

EBC (2010). *Financial Stability Review*. December.

EBC (2012). *Financial iIntegration in Europe*. April.

ESRB (2012). *Forbearance, Resolution and Deposit Insurance*. Reports of the Advisory Scientific Committee No. 1/July.

González-Páramo J.M. (2011). *The challenges of the European financial sector*. Conference at the Spanish National Council of the Urban Land Institute (ULI), Barcelona.

Goodhart Ch., Wagner W. (2012). „Regulators should encourage more diversity in the financial system”, <http://www.voxeu.org/article/regulators-should-encourage-more-diversity-financial-system> [dostęp: 19.05.2013].

Hahm J.H., Mishkin F.S., Shin H.S., Shin K. (2012). *Macroprudential Policies in Open Emerging Economies*. NBER Working Paper Series, Working Paper No. 17780.

Haldane A.G. (2012). *The dog and the frisbee*. Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 366th economic policy symposium „The changing policy landscape”, Jackson Hole, Wyoming.

Hannoun H. (2010). *Towards a global financial stability framework*. Speech at 45th SEACEN Governors' Conference Siem Reap province, Cambodia.

Houben A., Kakes J., Schinasi G. (2004). *Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability*. IMF Working Paper WP/04/101.

IMF (2013). *The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies*. IMF Policy Paper.

Iwanicz-Drozdowska M. (red.) (2002). *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*. Warszawa: PWE.

Laeven L., Valencia F. (2012). *Systemic Banking Crises Database: An Update*. IMF Working Paper WP/12/163.

Merrouche O., Nier E. (2010). *What Caused the Global Financial Crisis? – Evidence on the Drivers of Financial Imbalances 1999–2007*. IMF Working Paper WP/10/265.

Nawrot W. (2009). *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*. Warszawa: CeDeWu.

Nier E.W. (2009). *Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis*. IMF Working Paper WP/09/70.

Ostalecka A. (2009). *Kryzysy bankowe i metody ich przezwyciężania*. Difin, Warszawa.

Polański Z. (2012). „O nieco zapomnianej (od niedawna) funkcji systemu finansowego”, w: A. Alińska (red.), *Eseje o stabilności finansowej*. Warszawa: CeDeWu.

Praet P. (2011). *The (changing) role of central banks in financial stability policies*. Speech at the 14th Annual Internal Banking Conference. Federal Reserve Bank of Chicago and the European Central Bank, Chicago.

Schinasi J.G. (2005). *Preserving Financial Stability*. (Economic Issues). Washington: IMF.

Siregar R. (2011). *Macro-Prudential Approaches to Banking Regulation: Perspectives of Selected Asian Central Banks*. ADBI Working Paper Series No. 325, Asian Development Bank Institute.

Sławiński A. (2008). „Przyczyny globalnego kryzysu bankowego”, w: J. Osiński (red.), *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*. Warszawa: Kolegium Ekonomiczno-Społeczne SGH.

Smaga P. (2012). „Powiązania między sektorem bankowym a kryzysem zadłużeniowym w strefie euro”, *Bezpieczny Bank*, t. 3, nr 48.

Smaga P. (2013). „Istota stabilności finansowej”, *Zeszyt Naukowy Studia i Prace, KZiF*, nr 124. Warszawa: SGH.

Szczepańska O. (2008). *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Scholar.

Viñals J., Fiechter J., Pazarbasioglu C., Kodres L., Narain A., Moretti M. (2010). *Shaping the New Financial System*. IMF Staff Position Note SPN/10/15, IMF.

White W.R. (2004). *Making macroprudential concerns operational*. Speech at a Financial Stability Symposium. Netherlands Bank, Amsterdam.

Lessons from the financial crisis

The aim of this paper is to identify challenges faced by the financial safety net and to verify whether, as a result of the financial crisis, there is a significant paradigm shift of financial stability. To do so, the author uses a comparative method and literature review. The paper presents changes in the financial system, financial stability, regulation and supervision before and after the crisis. One can observe a dynamic increase in the size of the financial system, the emergence of SIFIs, excessive leverage, and the rise of shadow banking. The importance of financial stability increased as an objective of economic policy (introduction of macroprudential policy). In regulation and supervision, there are important attempts to bridge the gaps and to strengthen the role of central banks in safeguarding financial stability.

Keywords: financial stability, financial crisis, safety net, macroprudential supervision.