

Zarządzanie ryzykiem systemu finansowego. Perspektywa poznawcza

Nadesłany: 25.10.15 | Zaakceptowany do druku: 07.01.16

Jan K. Solarz*

Problematyka ryzyka pojawiła się w praktyce i teorii finansów za sprawą ubezpieczeń statków morskich. Jej pojawienie się w głównym nurcie nauk o finansach jest sprawą stosunkowo nową. Brakuje zatem powszechnie uznanego za właściwy języko opis nowych rodzajów ryzyka. Jednym z nich jest ryzyko systemowe w odniesieniu do ryzyka systemu finansowego.

Celem niniejszego artykułu jest uporządkowanie dyskursu o zarządzania ryzykiem systemu finansowego. Ryzyko systemowe to sytuacja decyzyjna, kiedy następstwa zaburzeń funkcjonowania systemu finansowego wychodzą w czasie i przestrzeni poza jego bezpośrednie ramy. Ponieważ dotychczasowe hipotezy poznawcze nie dają w pełni satysfakcjonujących odpowiedzi, jak postępować w takiej sytuacji, niezbędne są alternatywne ramy poznawczego tego procesu.

Podejście narracyjne zastosowane w tym artykule ma dwa wymiary – języka dyskursu (ekonomia polityczna, ekonomia matematyczna, ekonomia instytucjonalna) oraz kluczowych koncepcji (odcinania kuponów, kosztów zewnętrznych, złożoności oraz nanofinansów). Ta ostatnia koncepcja zarządzania ryzykiem finansowym codzienności jest zakorzeniona w ekonomii instytucjonalnej.

Słowa kluczowe: ryzyko systemowe, instytucje, modele, finanse poznawcze.

Systemic Risk Management. Cognitive Perspective

Submitted: 25.10.15 | Accepted: 07.01.16

This article argues that in order to manage systemic risk, we need more sophisticated and realistic cognitive framework through which to analyse its dynamics and costs. We used macroprudential and microprudential policy to manage explicit systemic risk. Systemic risk is a propagation risk, where shocks spread in time and across sectors. Whilst there are no easy answers, employing this conception of systemic risk management provides an alternative cognitive framework.

The narrative approach developed in this article has two dimensions: theoretical tradition in economics (political economics, mathematical economics, institutional economics) and key concepts (rent-seeking, external costs, complexity, nano-finance). To that end, the article develops a social conception of systemic risk, drawing on institutionalist theories.

Keywords: systemic risk, institutions, models, cognitive finance.

JEL: G.200, D. 810

* **Jan K. Solarz** – Prof. zw. dr hab., Społeczna Akademia Nauk.

Adres do korespondencji: Społeczna Akademia Nauk, ul. Łucka 11, 00-842 Warszawa; e-mail: Jan.K.Solarz@gmail.com.

1. Wprowadzenie

Jednym z kanałów transmisji ryzyka w sektorze finansowym są schematy poznawcze jego uczestników. Zarażanie się ryzykiem w znacznym stopniu jest wynikiem identycznych lub bardzo podobnych schematów poznawczych służących do jego opisu. Jest to mechanizm odmienny w czasie i przestrzeni od socjologicznych teorii samospełniających się przepowiedni. W tych teoriach niezbędny był bezpośredni kontakt, uczestnictwo w tym samym tłumie, który uległ panice. Obecnie kanałami rozprzestrzeniania się zarazy ekonomicznej stały się te same standardy regulacyjne, te same instrukcje nadzorcze oraz takie same programy nauczania na kierunku finanse i rachunkowość. Pierwotnie termin *cognitive* oznaczał wiedzę pewną, taka na której można się oprzeć w toku działań. Obecnie oznacza dominujący w praktyce społecznej paradygmat świata finansów (Iida, 2006).

Elementy macierzy	Wymiar przestrzenny	Wymiar czasu
Wgląd w przedmiot badania	sposób przenoszenia się szoku asymetrycznego	określenie stopnia nierównowagi
Sposób analizy	stan na danym segmencie rynku	badany dany okres
Główne obszary badania	rozmiary systemu finansowego	zjawiska procykliczne
Rola zaburzeń	egzogeniczne	endogeniczne
Cele działania nadzoru makroekonomicznego	wzrost odporności systemu finansowego na szoki	ograniczenie tempa narastania nierównowag i możliwość ich materializacji
Źródło ryzyka	wzajemne powiązania i podobieństwo ekspozycji instytucji finansowych	wzajemne powiązanie między systemem finansowym a sferą realną

Tab. 1. Porównanie macierzy poznawczych ryzyka systemowego. Źródło: P. Smaga. (2014). *Istota ryzyka systemowego. Studia Ekonomiczne*, 1, s. 48.

Celem artykułu jest uporządkowanie wiedzy o wpływie mechanizmów poznawczych na skuteczność zarządzania ryzykiem systemu finansowego. Osią porządkowania nagromadzonej wiedzy są dwa elementy inne niż czas i przestrzeń, a mianowicie – język dyskursu oraz koncepcje wyjaśniające świat finansów.

Podstawowa hipoteza opracowania mówi, że ramy poznawcze mają w teorii i w praktyce znaczenie dla skuteczności zarządzania ryzykiem systemu finansowego. Weryfikacji tej hipotezy podporządkowano strukturę opracowania, z jej podziałem na dyscypliny nauk ekonomicznych oraz wybrane koncepcje instytucjonalnego wyjaśniania niepowodzeń w zarządzaniu ryzykiem systemu finansowego.

Obserwujemy renesans opisu skoncentrowanego na przesuwaniu się napięć w systemie finansowym. Jest to perspektywa typowa dla ekono-

mii politycznej. Równolegle dokonano istotnego postępu w modelowaniu systemu finansowego i jego niesprawności. Renesans przeżywa ekonomia instytucjonalna i jej wyjaśnienia źródeł ryzyka utraty stabilności przez sektor finansowy w skali globalnej, regionalnej i krajowej.

Z ekonomii instytucjonalnej wywodzą się kluczowe kategorie analizy ryzyka systemowego: pokusa nadużyć, pogoń za zyskiem za wszelką cenę, koszty zewnętrzne, sieci tak złożone, że już nieprzejrzyste oraz nanofinanse jako teoria zarządzania ryzykiem finansowym codzienności.

Całość rozważań zamykają wskazania dla praktyki zarządzania ryzykiem systemu finansowego.

2. Język dyskursu

Język dyskursu o ryzyku systemu finansowego zmienia się w czasie i przestrzeni. Początkowo był to język teorii ekonomii skoncentrowanej na makroekonomicznych problemach równowagi. Później pojawiła się mikroekonomia z kosztami marginalnymi oraz kosztami transakcyjnymi. Gdy rzeczywistość gospodarcza nie dopowiadała teorii ekonomii, raz po raz powracano do ekonomii instytucjonalnej.

Osią sporu jest charakter równowagi w systemie finansowym i stopień, w jakim można zarządzać procesem przywracania jej po okresie zaburzeń. Nowa normalizacja zakłada, że mechanizm rynkowy sam upora się z naruszeniem równowagi w systemie finansowym (Banki 2014). Ekonomia polityczna zakłada, że niezbędna jest odgórną ingerencją władz państwowych, aby uniknąć ponownego urzeczywistnienia się ryzyka systemu finansowego. Ekonomia instytucjonalna uznaje, że nowy ład instytucjonalny jest tworzony od dołu do góry i wymaga znaczących innowacji społecznych. Ekonomia matematyczna pragnie modelować świat finansów taki, jak jest, bez przesądzania w jaki sposób można zmniejszyć koszty wychodzenia z kryzysu finansowego.

Całościowa narracja zarządzania ryzykiem systemu finansowego wymaga równoczesnego poruszania się na makro-, mezo- i mikropoziomie analizy, a więc wykorzystania dorobku ekonomii politycznej, ekonomii matematycznej i ekonomii instytucjonalnej (Solarz, 2008).

2.1. Ekonomia polityczna

„Nie ma kapitalizmu bez cykliczności procesu reprodukcji makroekonomicznej. Nie ma gospodarki rynkowej bez periodycznych kryzysów. Nie ma i nie będzie” (Kołodko, 2011, s. 11). Przy zarządzaniu ryzykiem systemu finansowego nie wolno abstrahować w jakiej fazie cyklu finansowego, cyklu cen nieruchomości i cyklu gospodarki znajduje się badany obiekt (Schudel, 2015).

W tej perspektywie poznawczej nie można zarządzać ryzykiem systemu finansowego, można i należy prowadzić politykę antycykliczną w coraz bardziej zglobalizowanym świecie.

„Kryzysy przypominają trzęsienie ziemi: najpierw przez wiele lat gromadzą się w skorupie ziemskiej naprężenia, a gdy wreszcie dochodzi do ich rozładowania, wywołują dramatyczne w skutkach wstrząsy” (Rubin i Mihm, 2011, s. 85). Musimy się przyzwyczaić do myśli, że czeka nas wiele trzęsień globalnych rynków finansowych. Jednak, żeby nie wywoływały one tsunami, należy rozbudować system wczesnego ostrzegania o zaburzeniach w funkcjonowaniu globalnego systemu finansowego. Na czele tej służby wczesnego ostrzegania znajduje się Forum Stabilności Finansowej, powołane w 1999 r. przez G-7 i dziesięć lat później przekształcone w Radę Stabilności Finansowej jako wyspecjalizowaną agendę G-20.

Zgodnie z nadanym jej statutem jej celem jest globalna stabilność finansowa w wyniku działań regulatorów i nadzorców dbających o uczciwe zasady gry rynkowej między sektorami systemu finansowego oraz różnymi jurysdykcjami. Szczegółowe zadania Rady Stabilności Finansowej to:

- ocena następstw zmienności globalnych rynków finansowych, na czas i w sposób ciągły, z perspektywy makroostrożnościowej;
- promowanie koordynacji i wymiany informacji między władzami odpowiedzialnymi za stabilność finansową;
- monitorowanie rozwoju rynku i doradzanie jego implikacji dla polityki regulacyjnej;
- monitorowanie dobrych praktyk nadzorczych i ich standardów;
- przygotowywanie i koordynowanie strategii organów tworzących międzynarodowe standardy finansowe, wskazując na luki, opóźnienia oraz niedostatek koordynacji międzynarodowej;
- wspieranie powstawania kolegiów nadzorczych nad konglomeratami finansowymi;
- wspomaganie planowania i zarządzania kryzysowego w systemowo ważnych instytucjach finansowych oraz w transgranicznych relacjach;
- współpraca z Międzynarodowym Funduszem Walutowym w przeprowadzaniu testów odporności na ciosy;
- promowanie realizacji uzgodnionych standardów poprzez monitorowanie ich wdrożenia oraz przeglądy sobie równych oraz oświadczenia o ich przestrzeganiu (Charter, 2012).

W ślad za powołaniem globalnego organu zarządzania ryzykiem systemu finansowego rozpoczęto proces powoływania regionalnych Rad ds. Ryzyka Systemowego. Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego została powołana 24 listopada 2010 roku. Otwartym pytaniem pozostaje czy powstanie ERRS może zmniejszyć niezależnienie systemu finansowego od gospodarki realnej i czy może zapobiec powstawaniu bąbli na rynku aktywów? (Borowski, Tymoczko i Wojciechowski, 2012).

W Polsce zakończono prace legislacyjne nad powołaniem organu odpowiedzialnego za nadzór makroostrożnościowy (Moskal, 2015). W jego pracy powinny obowiązywać trzy zasady. Pierwsza, jakość instytucji jest przesądzająca dla stabilności finansowej. Druga, dobra publiczne powinny rozwiązywać

konflikty pojawiające się w trakcie rozwoju gospodarczego. Trzecia, sprawiedliwy podział powinien być ważnym elementem oceny efektywności gospodarowania (Progressive, 2015). W praktyce istnieje zagrożenie, że interesy fiskalne będą brały górę nad potrzebami makroekonomicznej stabilności, krótkoterminowe korzyści mogą spowodować zaniechanie długookresowych działań prewencyjnych (Olszak, 2015).

Wspólnym elementem wglądu ekonomii politycznej w ryzyko systemowe jest przekonanie, że czynnikiem sprawczym tego typu ryzyka jest człowiek, to nie czynniki od człowieka niezależne urzeczywistniają ryzyko systemu finansowego (Helbing, 2010).

2.2. Ekonomia matematyczna

Ekonomia polityczna w jej marksistowskim i postmarksistowskim nurcie stanowi dla wielu przedstawicieli nauk ekonomicznych pseudonaukę lub naukę zdegenerowaną (Czarny, 2014). Ich ideałem jest ekonomia na obraz i podobieństwo fizyki, a więc nauki zmatematyzowanej oraz opartej na powtarzalnym eksperymencie. Ograniczone możliwości eksperymentowania w ekonomii nadają jej rozmyty charakter, część jej znajduje się w obszarze twardej nauki część to nauka miękka.

Współczesna ekonomia w swej matematycznej formie od 1880 roku stała się pełną znaczących sukcesów nauką. Dla zarządzania ryzykiem systemu finansowego szczególne znaczenie ma według Jajugi (2007):

- teoria spekulacji Louisa Bachelier z 1900 r.,
- analiza fundamentalna z 1934 r.,
- wycena akcji z 1938 r.,
- teoria portfela z 1952 r.,
- model CAPM z 1964 r.,
- hipoteza rynku efektywnego (Fama, 1970),
- teoria wyceny opcji z 1973 r.,
- teoria perspektywy z 1979 r.,
- ekonometria finansowa z 1982 r.,
- hipoteza rynku adaptacyjnego (Leo, 2004).

Ostatnie z osiągnięć matematycznego nurtu ekonomii ma szczególne znaczenie, gdyż odwołuje się do dorobku biologii, koncepcji ekosystemu oraz mechanizmu przetrwania populacji. Okazało się, że wysokiej klasy metody matematyczne stosowane były do danych wątpliwego pochodzenia. Modele formalne w momencie, kiedy powstaną mają tendencję do usamodzielnienia się. Tak się stało z modelami wykorzystywanymi przez banki centralne do polityki makroostrożnościowej (Galati i Moessner, 2014).

Główną przeszkodą w pełnej formalizacji matematycznej problemów zarządzania ryzykiem systemu finansowego jest brak powszechnie akceptowanej jego definicji. W praktyce konkurują z sobą trzy ujęcia:

- ryzyko systemowe to współczesny równoważnik paniki bankowej dotyczącej obaw o płynność (wyłacalność) banku, bank centralny jako pożycz-

kodawca ostatniej szansy musi znać następstwa upadłości bankowych grup kapitałowych;

- ryzyko systemowe jest mierzone zmiennością stanu sieci instytucji finansowych w odpowiedzi na wewnętrzny szok, który się rozprzestrzenia i rośnie w siłę, tu pomiar dotyczy natury zaburzeń i charakterystyki sieci;
- ryzyko systemowe to ryzyko upadłości kluczowych ogniw systemu finansowego, obserwowane przez dźwignię finansową oraz strukturę i rozmiar bilansu instytucji finansowych; kto i w jakich rozmiarach ponosi straty, to decyduje czy ryzyko ma systemowy czy niesystemowy charakter (KE, 2015, s. 171).

Najszerze ramy poznawcze ryzyka systemowego obejmują dwie zasady:

- 1) ryzyko systemowe powstaje, gdy pojedyncze instytucje finansowe są wystawione na wysokie ryzyko i są z sobą powiązane;
- 2) ryzyko systemowe powstaje głównie z wydarzeń ekstremalnych (Jajuga, 2014, s. 143).

„My ekonomiści zajmujący się finansami, jako grupa zawodowa jesteśmy zbyt dumni z naszego technicznego zaawansowania i sukcesów naszej dyscypliny w dziedzinie nauk ekonomicznych. W zbyt małym stopniu dostrzegamy nasze słabości. Obserwujemy dużą lukę pomiędzy naszymi samoocenami i postrzeganiem naszej roli na zewnątrz przez społeczeństwo, co może podkopać podstawy polityczne właściwego funkcjonowania systemu finansowego” (Zingales, 2015, s. 33).

2.3. Ekonomia instytucjonalna

Pod ogólną nazwą ekonomii instytucjonalnej kryją się dwa nurty myśli ekonomicznej: stara i nowa ekonomia instytucjonalna. Jej kontrastowe porównanie zawiera tabela 2.

Cechy	Stary instytucjonalizm	Nowy instytucjonalizm
Kierunek rozwoju	od systemu prawa i polityki do ekonomii	od ekonomii do systemu prawa
Metodologia	nauk społecznych	ekonomii matematycznej
Metoda	indukcyjna	dedukcyjna
Kluczowe kategorie	działanie kolektywne	niezależna jednostka
Przesłanki analizy	holizm	indywidualizm metodologiczny

Tab. 2. Podstawowe różnice między „starym” i „nowym” instytucjonalizmem. Źródło: W. Stankiewicz. (2014). *Ekonomika instytucjonalna*. Warszawa: Akademia Obrony Narodowej, s. 44.

Ekonomia instytucjonalna jest włączana do głównego nurtu teorii ekonomii, gdy pojawia się systemowy kryzys, którego nie potrafi opisać ani przewidzieć obowiązujący w danym czasie paradygmat ekonomii. W czasach zągęszczonej niepewności uwagę wszystkich przyciągają instytucje. Instytucje

redukuja niepewność i pozwalają na przerwanie spirali rozpadu systemu. Tabela 3 kontrastowo porównuje koncepcje instytucji w głównym nurcie ekonomii oraz współczesnym jego instytucjonalizmie.

Instytucja według głównego nurtu	Instytucje we współczesnym alternatywnym ujęciu
Instytucje są egzogeniczne lub powstają spontanicznie jako efekt racjonalnego działania jednostek	Niezależnie od tego czy instytucje są egzogeniczne i endogeniczne wymagają czasu i środków na powstanie
Infrastruktura technologiczna instytucji jest dana	Ewolucja infrastruktury technologicznej instytucji jest odrębnym przedmiotem badania
Zakłada się równowagę instytucjonalną	Droga dochodzenia do równowagi instytucjonalnej ma znaczenie
Rynek jest uniwersalną instytucją od pojawienia się plemion żyjących ze zbieractwa	Rynek jest specyficzną instytucją społeczną powstałą w Chinach 5000 lat temu w wyniku znacznych nakładów i po pokonaniu oporów społecznych
Rynki finansowe są efektywne i samoregulujące się	Niepewność i ograniczona racjonalność wymaga regulacji niestabilnych rynków finansowych

Tab. 3. Instytucje w perspektywie głównego i instytucjonalnego nurtu ekonomii. Źródło: G.M. Hodgson. (2013). *From Pleasure Machines to Moral Communities: An Evolutionary without Homo Economicus*. Chicago: University of Chicago Press.

Najważniejszą instytucją zarządzania ryzykiem systemu finansowego jest stabilność finansowa. „Stabilność systemu finansowego to stan, w którym pełni on swoje funkcje w sposób ciągły i efektywny, nawet w przypadku wystąpienia nieoczekiwanych i niekorzystnych zaburzeń o znacznej skali. Utrzymanie stabilności systemu finansowego jest warunkiem koniecznym dla zrównoważonego wzrostu gospodarczego” (NBP, 2015, s. 3).

Kategoria zrównoważonego wzrostu jest płynna. Można ją rozumieć jako nie pogarszanie ładu instytucjonalnego, w jakim funkcjonuje gospodarka lub zdolność do samodzielnego podtrzymywania wzrostu gospodarczego. Jest to tak czy inaczej rozumiana równowaga dynamiczna.

W świetle nagromadzonej wiedzy o modelach gospodarowania nie da się podtrzymać przekonania, że jest to równowaga statyczna. Janos Kornai w *Anti-equilibrium*, książce, która miała generalizować zjawisko z codziennego życia i przenosić tę generalizację na poziom ogólnej teorii, postulował oderwanie ekonomii od dogmatu równowagi statycznej. Po latach uznał to za swoją największą porażkę intelektualną. Był usatysfakcjonowany „niedoborem w gospodarce” (Kornai, 2008, s. 278). Symetrycznie do analizy nierównowagi gospodarki niedoboru, pojawiła się analiza gospodarki nadmiaru (Kornai, 2014). Konsekwentnie należy mówić o równowadze w gospodarce niedoboru oraz równowadze w gospodarce nadmiaru (Górska, 2015).

„Równowaga traktowana jest jako stan wzajemnego dopasowania do siebie elementów systemu w kategoriach społecznych i materialnych (ekonomicznych), w relacjach zewnętrznych i wewnętrznych, który gwarantuje sterowalność systemu” (Koźmiński, Noga, Piotrowska i Zagórski, 2014, s. 367).

Wszyscy są zgodni, że brakuje powszechnie akceptowanych definicji stabilności finansowej i ryzyka systemowego. Bez pokonania tej bariery poznawczej trudno jest koordynować w skali globalnej, regionalnej czy krajowej wysiłki na rzecz zarządzania ryzykiem systemu finansowego. W jednej narracji ryzyko systemowe jest nieuniknione w wyniku wystąpienia asymetrii informacji, pokusy nadużyć oraz powstawania kosztów zewnętrznych przyjętych regulacji. W drugiej jest to nic innego niż fale boomu i recesji cyklu finansowego, cyklu nieruchomości, cyklu gospodarczego. Każdy z nich ma inną długość oraz zasięg. Jedni chcą prewencji inni minimalizacji kosztów urzeczywistnienia się ryzyka systemu finansowego. Swoista Wieża Babel wymaga uporządkowania i wprowadzenia wspólnego języka. Jego elementami są wybrane konstrukcje teoretyczne nowego instytucjonalizmu.

3. Koncepcje

Wybór nowego instytucjonalizmu za fundament teoretyczny zarządzania ryzykiem systemu finansowego jest bezpośrednio powiązany ze sposobem opisu systemu finansowego. Jest to system hybrydowego pośrednictwa finansowego między podmiotami chwilowo nadwyżkowymi oraz podmiotami mającymi apetyt na ryzyko. Na system finansowy składają się:

- infrastruktura telekomunikacyjna i informatyczna oraz instytucje około systemowe, agencje ratingowe, biura informacji gospodarczej, bazy danych wrażliwych itp.;
- rynki finansowe: rynek pieniężny, rynki kapitałowe, rynek walutowy w skali lokalnej, regionalnej i globalnej;
- instytucje finansowe o systemowym znaczeniu, konglomeraty finansowe ze spółkami zależnymi tworzącymi bankowość równoległą;
- instrumenty finansowe pierwotne: pieniądź i jego cena i pochodne, mieszane;
- system instytucji regulacyjnych międzynarodowych, krajowych i zawodowych;
- system nadzoru globalnego, regionalnego, krajowego i specjalistycznego.

Ekonomia polityczna poszukuje winnych niesprawności systemu finansowego. Jeśli usunie się przyczynę kryzysów finansowych, zapobiegnie się ich powstawaniu w przyszłości.

Ekonomia matematyczna modeluje rzeczywistość i pragnie wyjaśnić jak najczęściej realnie pojawiających się zaburzeń w funkcjonowaniu systemu finansowego. Jego złożoność i dynamika powodują, że rozumowanie przy innych pozostałych parametrach niezmiennych i nieobserwowanych jest zbyt uproszczone wobec bogactwa sytuacji realnie występujących (Drakopoulos, 2014).

Ekonomia instytucjonalna jest otwarta na dorobek teorii sieci i teorii złożoności przy wyjaśnianiu jak funkcjonuje system finansowy. Potencjał wyjaśniania nowej ekonomii instytucjonalnej stanowi zachętę do bardziej szczegółowego przedstawienia jej kategorii poznawczych.

W podpunkcie pierwszym przedstawiono problem apetytu na ryzyko, kultury ryzyka jako warunku skutecznego zarządzania ryzykiem systemu finansowego. W podpunkcie drugim, wskazano na niekontrolowane gromadzenie się kosztów zewnętrznych. Ich pozostawianie poza rachunkiem ekonomicznym uczestników rynku musi skutkować urzeczywistnieniem się ryzyka systemowego. W podpunkcie trzecim przypomniano o barierze poznawczej wynikającej ze złożoności systemu finansowego. Nadmierna wiara w swoje kompetencje w świecie finansów powoduje liczne błędy w alokacji środków finansowych. W podpunkcie czwartym skoncentrowano uwagę na nawykach jako potencjalnym źródle inercji przy zarządzaniu ryzykiem systemu finansowego.

3.1. Odcinanie kuponów

Thorstein Veblen, jeden z ojców założycieli ekonomii instytucjonalnej w Stanach Zjednoczonych, skoncentrował swoją uwagę na rynku nieruchomości oraz na innowacjach finansowych. Tym samym stał się prekursorem analiz źródeł zaburzeń w funkcjonowaniu gospodarki rynkowej.

W teorii klasy próżniaczej Veblen przeciwstawiał realną gospodarkę i jej inżynierską reprezentację warstwie bankierów, zjadających „nie kosztujące obiady”, uzyskujących ze spekulacji niczym nie zasłużone zyski. Jego uwagę przykuwały szybkie fortuny powstałe w wyniku naturalnych lub sztucznie budowanych monopolii. Ta pogoń za stopą życia innych, jeszcze bogatszych, nie ma ograniczeń. Każdy ze spekulantów chce mieć dom nie gorszy od sąsiada. Kupuje się nie użyteczność, dach nad głową, lecz status społeczny. Amerykański styl życia jest skoncentrowany wokół walki o subdydia do budowy infrastruktury mieszkaniowej, walki o lokalizację dobrych szkół, a więc tych elementów, które i obecnie decydują o wartości nieruchomości mieszkalnej.

Kryzys kredytów mieszkaniowych bezpośrednio wynika z patologii, które obserwował Veblen. Pogoń za niezasłużonymi zyskami, odcinanie kuponów od pozycji społecznej przodków to są czynniki zagrażające stabilności Stanów Zjednoczonych (Pheps, 2014).

Veblen był pod wrażeniem biologii i teorii instynktów. Przypisywał ludziom instynkt pracy organicznej. Ludzie chcą zostawić za sobą ślad materialny na ziemi i jest im obce działanie nacelowane jedynie na zysk. Jest to zapowiedź teorii przedsiębiorczości Schumpetera, że jedynie innowacyjność zapewnia nadzwyczajne zyski.

Zasadnicza sprzeczność między „przemysłem” a „biznesem” dostrzeżona przez Veblena jest dziś dyskutowana w kategoriach wielkości systemu finansowego służącej dobrobytowi ludności danego kraju. Sektor finansowy łatwo

ulega degeneracji i zmienia się w sektor żyjący kosztem innych. Nadmierna koncentracja talentów w sektorze finansowych powoduje ogołocenie z nich pozostałych sektorów gospodarowania i spowalnia wzrost gospodarczy oparty na wiedzy.

3.2. Koszty zewnętrzne

Koszty zewnętrzne, to te efekty funkcjonowania wybranego modelu systemu finansowego, które nie są uwzględniane przy jego projektowaniu. Zwolennicy modelu bankowo zorientowanego dla Polski twierdzą, że dzięki rencie zacofania Polska nie została wciągnięta w globalny kryzys finansowy 2007+. Zwolennicy świadomego opóźniania momentu wejścia Polski do UGiW uznają, że mechanizm płynnego kursu złotego polskiego ochronił nas przed recesją strefy euro (Janc, Jurek i Marszałek, 2015).

Koszty pozostawiania Polski poza UGiW ujawnią się dopiero w przyszłości, dlatego nie są obecne przy dzisiejszych wyborach rządzących. One jednak istnieją i zostaną zapłacone przez podatników rezydentów. Udawanie, że nie ma kosztów zewnętrznych podejmowanych decyzji jest najgorszą z możliwych strategii podejmowania decyzji.

Jednym ze źródeł sceptycyzmu wobec integracji w UE jest fakt, że swoboda przepływu (odpływu) kapitału jest jednym z fundamentów wspólnego rynku. Oznacza to, że zyski są umiędzynaradawiane, a straty nacjonalizowane.

Tabela 4 pozwala na uwzględnienie dwóch nowych typów kosztów zewnętrznych funkcjonowania systemu finansowego.

Koszty funkcjonowania	Finansowanie wewnętrzne	Finansowanie zewnętrzne
Wewnętrzne	nacjonalizm gospodarczy	dźwignia finansowa
Zewnętrzne	zabezpieczenia transakcji	umiędzynarodowienie zysków, nacjonalizacja strat

Tab. 4. Typy kosztów zewnętrznych funkcjonowania systemu finansowego. Źródło: opracowanie własne.

Podział na typy kosztów funkcjonowania systemu finansowego powstał w wyniku zastosowania dwóch ich wymiarów. Pierwszy z nich określa czy dany element systemu finansowego jest regulowany, czy nie. Jeśli jest regulowany, to koszty jego funkcjonowania mogą być uwzględniane przez organ nadzoru, jeśli nie jest regulowany, to koszty te mają z definicji charakter zewnętrzny, niemonitorowany przez nadzorców i regulatorów. Przy czym „nie można znaleźć jednoznacznych dowodów na związek pomiędzy kryzysami bankowymi a skutecznością pełniących czynności nadzorczych” (Hryckiewicz-Gontarczyk, 2014, s. 202). Drugi wymiar typologii, to charakter samego finansowania. Jeśli są to środki własne, to finansowanie ma wewnętrzny charakter, jeśli jest pozyskiwany na zewnętrznym rynku, to jest to finansowanie zewnętrzne (Rajan, 2005).

W efekcie wykorzystania obu wymiarów typologii wyodrębniono cztery typy kosztów zewnętrznych funkcjonowania systemu finansowego. Pierwszym z nich jest dźwignia finansowa. Dla jej zwolenników stanowi ona źródło dobrobytu i stabilności. Dla jej przeciwników dźwignia finansowa stanowi miernik zagrożenia ryzykiem systemowym – im jest mniejsza, tym lepiej, tym bezpieczniej. Realści uważają, że między stabilnością finansową a dźwignią finansową występuje relacja odwróconego U. Do pewnego momentu, korzyści przewyższają koszty, od pewnego momentu koszty są większe od korzyści. Można zatem powiedzieć, że po przekroczeniu tego punktu optimum „wyniki dodatnie stają się bardziej dodatnie, a ujemne – bardziej ujemne” (Berent, 2013, s. 421).

Pewną próbą pogodzenia zwolenników i przeciwników korzystania z dźwigni finansowych jest modelowanie drzewka decyzyjnego. Ten sposób wizualizacji dylematów decyzyjnych ułatwia podejmowanie decyzji i śledzenie ich kosztów zewnętrznych (Alessi i Detken, 2014).

Koszty zewnętrzne dźwigni finansowej ujawniają się najsilniej, gdy dochodzi do zwiększenia dźwigni finansowej systemowo ważnej instytucji finansowej oraz dźwigni na tym segmencie rynku, na którym się ona finansuje (Tepper i Borowiecki, 2014).

Jednym ze sposobów stabilizowania gospodarki jest próba rezygnacji z zewnętrznego finansowania, a tym samym nadmiernej dźwigni finansowej. Tęgo typu ograniczeniom regulacyjnym nie poddaje się bankowość równoległa (*shadow banking*). Efektywny popyt na dostęp do zewnętrznego finansowania zgłaszają ponadnarodowe korporacje, dla nich kryterium wyboru jest koszt pozyskiwanych środków finansowych. Nie mniej istotny jest popyt na usługi nieregulowanego sektora finansowego, który zgłaszają ludzie szczególnie zamożni. W ich rękach skoncentrowana jest dominująca część światowego dobrobytu. Za rozwojem hybrydowego pośrednictwa finansowego stoją również małe i średnie przedsiębiorstwa. Pozbawione dostępu do regulowanych pośredników finansowych są otwarte na ofertę funduszy typu Private Equity oraz Venture Capital (Solarz, 2014).

Jednym z technicznych elementów hybrydowego pośrednictwa finansowego są zabezpieczenia transakcji finansowych. W Europie nie ma prawnych ograniczeń na wielokrotne ich wykorzystywanie przez pośredników finansowych na przeprowadzenie własnych transakcji cudzymi pieniędzmi. Jawna asymetria dyscypliny finansowej pomiędzy stronami transakcji finansowej skutkuje utratą przejrzystości funkcjonowania rynków finansowych. Trudno jest w tych warunkach zakładać, że są one efektywne informacyjnie.

3.3. Złożoność

Złożoność to wielowymiarowe zjawisko, w którym kluczową rolę odgrywa współzależność ogniw sieci opisywanej statycznie jako system finansowy oraz jej zmienność wyrażana jako ryzyko lub niepewność. Złożoność to nie

tylko problem skali, lecz także systemowego znaczenia danego elementu systemu finansowego.

Jednym z atrybutów złożoności jest mechanizm zarażania się ryzykiem między systemem finansów publicznych i systemem finansów prywatnych. Instrumenty pochodne łączą te systemy w sposób trudny do obserwacji przez postronnych. Obowiązkowa centralizacja rozliczeń i rozrachunków na platformach elektronicznych sprzyja większej przejrzystości funkcjonowania systemu finansowego.

Makroostrożnościowe zarządzanie to złożony łańcuch działań. Ich ostatecznym celem jest ograniczenie ryzyka systemu finansowego. Instrumentami realizacji tego celu są zarówno kanały transmisji, jak i narzędzia zarządzania makroekonomicznego. Tabela 5 przedstawia instrumentarium polityki makroostrożnościowej.

Nadmierna ekspansja kredytowa	Nadmierne dźwignie finansowe	Niewłaściwe zarządzanie płynnością	Ograniczenie pokusy nadużyć
Bufory antycykliczne	LTV LTI	Depozyty do kredytów	SIFI – systemowo ważne instytucje finansowe
Limity na kredyty do sektora gospodarki	Ograniczenie cyklu nieruchomości i kredytu hipotecznego	Ograniczenie odpływu kapitału	Wzmocnienie dyscypliny rynkowej

Tab. 5. Cele i instrumentarium polityki makroostrożnościowej. Źródło: K. Knot. (2014). *Governance of Macroprudential Policy. Banque de France Financial Stability Review*, 18, s. 27.

Analizując tabelę 5, należy pamiętać, że instrumenty mikroostrożnościowe mogą być wykorzystywane z powodzeniem w zarządzaniu makroostrożnościowym. Kontekst i cele mogą transformować instrumenty mikroostrożnościowe w makroostrożnościowe.

W zarządzaniu ryzykiem systemu finansowego obowiązuje zasada „jeden rozmiar nie pasuje dla wszystkich”. W praktyce mamy różne rozwiązania instytucjonalne zarządzania złożonością ryzyka systemowego:

- rady stabilności finansowej, scalające różne organy wyspecjalizowane w odmiennych aspektach zarządzania ryzykiem systemowym;
- wyspecjalizowanego organu makroostrożnościowego zarządzania, współpracującego z bankiem centralnym;
- łączenie w banku centralnym organu zarządzania mikro- i makroostrożnościowego;
- całkowicie autonomicznego organu zarządzania makroostrożnościowego (Jeanneau, 2014).

Pewien wgląd w złożoność współczesnego systemu finansowego oddaje rysunek 1.



Rys. 1. Ramy instytucjonalne i poznawcze złożoności systemu finansowego. Źródło: opracowanie własne na podstawie: D. Schoenmaker (red). (2014). *Macroprudentialism*. Paris: CEPR, s. 27.

Ważnym ogniwem złożonego i dynamicznego procesu zarządzania ryzykiem systemu finansowego jest zarządzanie ryzykiem finansowym codzienności (nanofinanse).

3.4. Nanofinanse

Podstawową tezę naofinansów jest wiązanie jakości zarządzania ryzykiem systemu finansowego z dostępnością do profesjonalnego zarządzania ryzykiem finansowym na co dzień. W tej perspektywie połowa ludzkości nie ma dostępu do profesjonalnego pośrednictwa finansowego. Nadmierny rozwój sektora finansowego to sytuacja, która dotyczy jedynie G-7. Dla krajów G-20 podstawowym problemem pozostaje zapewnienie ludności kraju dostępu do godnych zaufania usług finansowych.

Kluczową kategorią analizy nanofinansów są nawyki. Nawyk korzystania z najmu mieszkaniowego oraz leasingu finansowego mieszkań owocuje dużą mobilnością siły roboczej oraz zdrowymi finansami gospodarstw domowych. Tradycja – zastaw się a postaw się – skutkuje nieuzasadnionym ekonomicznie poziomem rozpowszechnienia własności nieruchomości mieszkaniowych. Nawyki dotyczące sposobu zaspakajania potrzeb mieszkaniowych przekładają się bezpośrednio na stan stabilności systemu finansowego danego kraju.

W warunkach przyspieszonych zmian demograficznych szczególnego znaczenia nabierają nawyki w zakresie radzenia sobie z ryzykiem codzienności: – ryzykiem, że nakłady na edukację nie zwrócą się na oczekiwany poziomie;

- ryzykiem utraty zdolności do samodzielnego funkcjonowania z powodu utraty zdrowia;
- ryzykiem utraty oszczędności życia ulokowanych w nieruchomości mieszkalnej;
- ryzykiem długowieczności, brak zabezpieczenia odpowiedniej jakości wydłużonego życia (KE, 2015, s. 154).

Jednym z narzędzi badawczych nanofinansów są biografie finansowe. W ramach tego typu badań analizuje się nawyki pokoleń oraz prawidłowości dotyczące ich zmienności w czasie. Tabela 6 przypomina kategorie analizy transferów wewnątrz- i międzypokoleniowych.

Logika biografii finansowej	Transfery wewnątrzpokoleniowe	Transfery międzypokoleniowe
Pokolenie	dzielenie się pracą	nieruchomości mieszkalne
Transformacja	rodziny jednopokoleniowe	rodziny wielopokoleniowe
Trajektoria	kapitał wiedzy	infrastruktura dla seniorów
Wydarzenie losowe	ubezpieczenia samopomocowe	polisy ubezpieczeniowe
Punkty zwrotne	dzielnictwo	przecena kapitału relacyjnego

Tab. 6. Transfery wewnątrz- i międzypokoleniowe w perspektywie biografii finansowych. Źródło: opracowanie własne.

Żadne pokolenie nie powinno zadłużać innego i powinno sprawiedliwie dzielić się dobrobytem wewnątrz swego pokolenia. Złamanie zasad harmonii wewnątrz- i międzypokoleniowej prowadzi do zaburzeń w funkcjonowaniu systemu finansowego.

4. Zakończenie

Stadne myślenie o stabilności finansowej stanowi interesujący obiekt badania (Solarz, 2014).

Zmiana ram poznawczych zarządzania ryzykiem systemu finansowego jest długotrwałym i trudnym procesem. Dominują w nim elementy ciągłości, a nie zmiany. Tabela 7 ilustruje bezwładność procesów poznawczych.

Normalizacja zarządzania ryzykiem systemu finansowego to uznanie hybrydowego charakteru współczesnego pośrednictwa finansowego. Nie ma w nim podziału na dobre, bo regulowane i złe, bo nieregulowane i nienadzorowane jego segmenty. Rezygnacja z czarno-białego schematu poznawczego pozwala zrozumieć, że ekosystem finansowy potrzebuje zarówno regulowanej bankowości depozytowo-kredytowej, jak i nieregulowanej bankowości równoległej. Wydaje się, że jest to krok w kierunku poprawy jakości pośrednictwa finansowego oraz ograniczenia kosztów jego niesprawności dla podatników rezydentów.

Elementy macierzy	Język dyskursu	Koncepcje
Wgląd w przedmiot badania	poszukiwanie winnego zaistniałej sytuacji	holistyczne ujęcie ryzyka systemowego
Sposób analizy	jakość instytucji	koszty zewnętrzne
Główne obszary badania	źródło sfinansowania strat	efektywność nadzoru makroekonomicznego
Rola zaburzeń	egzogogeniczne	endogeniczne
Cele działania nadzoru makroekonomicznego	wzrost odporności systemu finansowego na szoki	ograniczenie tempa narastania nierównowag i możliwość ich materializacji
Źródło ryzyka	nawyki ludzkości	nanofinanse

Tab. 7. Autorskie porównanie macierzy poznawczych ryzyka systemowego. Źródło: opracowanie własne.

Przesunięcie punktu ciężkości z poszukiwania źródeł finansowania strat wywołanych ryzykiem systemowym na efektywność polityki makroostrożnościowej jest krokiem we właściwym kierunku. Jednak nadal jesteśmy dopiero na pierwszym etapie prac nad zwiększeniem skuteczności zarządzania ryzykiem systemu finansowego.

Obecnie nie ulega wątpliwości, że ryzyko systemu finansowego musi być rozpatrywane endogenicznie, to nie jest zło przyniesione do nas z zewnątrz; to jest w większości przypadków nasza niechęć do postrzegania wszystkich efektów zewnętrznych naszych racjonalnych działań.

Procedury jednolitego nadzoru Europejskiego Banku Centralnego obejmują 126 systemowo ważnych grup bankowych z ich spółkami zależnymi na całym świecie. Kolegia nadzorcze składają się z obywateli krajów innych niż kraj macierzysty. W ten sposób ogranicza się pokusę nadużyć i presji politycznej na rozstrzygnięcia nadzoru.

Największym wyzwaniem jest zerwanie z myśleniem w kategoriach równowagi makroekonomicznej gospodarstwa narodowego, bez troski o to jak nasze rozwiązania wpłyną na stan Unii Gospodarczej i Walutowej. Niechęć do myślenia w kategoriach demokratycznego, obywatelskiego społeczeństwa Unii Europejskiej bardzo utrudnia skuteczne przewyciężenie ryzyka systemowego w Europie. Badania nad poznawczymi korzeniami powstawania ryzyka systemu finansowego mają przyszłość (Kimball, 2015).

Bibliografia

- (2012). *Charter of Financial Stability Board*, Basel: BIS.
- Alessi, L. i Detken, C. (2014). Identifying excessive credit growth and leverage. *European Central Bank Working Paper*, 1723.
- Barczyk, R., Lubiński, M. i Małcki, W. (2014). *Banki a cykle koniunkturalne*. Warszawa: Oficyna wydawnicza SGH.

- Berent, T. (2013). *Ogólna teoria dźwigni finansowej*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Borowski, J., Tymoczko, D. i Wojciechowski, W. (2012). *Alienacja rynków finansowych a globalny kryzys finansowy*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Czarny, B. (2014). *Max Weber, Oskar Lange i epigoni o racjonalności gospodarowania (ekonomia w państwie totalitarnym)*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Drakopoulos, S.A. (2014). Mainstream Aversion to Economic Methodology and the Scientific Ideal of Physics. *MPRA Paper 58503*.
- Galati, G. i Moessner, R. (2014). What do we know about the effects of macroprudential policy? *DNB Working Paper 440*.
- Górska, R. (2015). *Równowaga czy nierównowaga w ekonomii?* Warszawa: Vizja.
- Helbing, D. (2010). *Systemic Risks in Society and Economics*. International Risk Governance Council.
- Hodgson, G.M. (2013). *From Pleasure Machines to Moral Communities: An Evolutionary Economics without Homo Economicus*. Chicago: University of Chicago Press.
- Hryckiewicz-Gontarczyk, A. (2014). *Anatomia kryzysów bankowych*. Warszawa: Poltext.
- Iida, A. (2006). *Cognitive Issues in Policy Making*. Tokyo: Policy Research Institute Ministry of Finance.
- IPPP. (2015). *Progressive capitalism In Britain. Pillars for a new political economy*. London: IPPP.
- Jajuga, K. (2007). *Zarządzanie ryzykiem*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Jajuga, K. (2014). Systemic Risk and Financial Stability in Insurance: Macroprudential Policy Concerns. W: J. Monkiewicz, M. Małecki (red.), *Macroprudential Supervision in Insurance. Theoretical and Practical Aspects*. Nowy Jork: Plagrave.
- Janc, A., Jurek, M. i Marszałek, P. (2015). *Polish Financial System In The Age of Financialisation*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Jeanneau, S. (2014). Financial stability objectives and arrangements what's new? *BIS Papers*, 76.
- KE. (2015). European Financial Stability and Integration Review. *European Commission Staff Working Document SWD (2015)98*.
- Kimball, M.S. (2015). Cognitive Economics, *NBER Working Paper*, 20834.
- Knot, K. (2014). Governance of macroprudential policy. *Banque de France Financial Stability Review*, 18.
- Kołodko, G. (2011). Świat między kryzysami – refleksje na marginesie książki N. Roubiniego i S. Mihma *Ekonomia kryzysu*. *Ekonomista*, 2.
- Kornai, J. (2008). *Siła idei. Zapiski z intelektualnej podróży*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Scholar.
- Kornai, J. (2014). *Dynamizm, rywalizacja i gospodarka nadmiaru. Dwa eseje o naturze kapitalizmu*. Kraków: Fundacja Gospodarki i Administracji Publicznej.
- Koźmiński, A.K., Noga, A., Piotrowska, K. i Zagórski, K. (2014). Wskaźnik ALK równowagi społeczno-ekonomicznej dla Polski. W: G.W. Kołodko (red.), *Zarządzanie i polityka gospodarcza dla rozwoju*. Warszawa: Poltext.
- Levy, J. (2012). *Freaks of Fortune. The Emerging World of Capitalism and Risk in America*. London: Harvard University Press.
- Moskal, T. (2015). *Sieć bezpieczeństwa bankowego. Aspekty prawne*. Wałbrzych: Wydawnictwo Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej im. Angelusa Silesiusa w Wałbrzychu.
- NBP. (2015). Raport o stabilności systemu finansowego. Warszawa: NBP.
- Olszak, M. (2015). *Procykliczność działalności bankowej*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Phelps, E.S. (2014). Wzlot i upadek przedsiębiorczości i innowacyjności. W: G.W. Kołodko (red.), *Zarządzanie i polityka gospodarcza dla rozwoju*. Warszawa: Poltext.
- Rajan, R.G. (2015). Has Financial Development Made the World Riskier? *Kansas City Fed Working Paper*, 1.
- Schoenmaker, D. (red.). (2014). *Macroprudentialism*. Paris: CEPR.

- Schudel, C.J.W. (2015). Shifting horizons: assessing macro trends before, during, and following systemic banking crises. *European Central Bank Working Paper*, 1766.
- Smaga, P. (2014). Istota ryzyka systemowego. *Studia ekonomiczne*, 1, 36–63.
- Solarz, J.K. (2008). *Zarządzanie ryzykiem systemu finansowego*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Solarz, J.K. (2014). Shadow banking: systemowa innowacja finansowa. *Studia i Monografie SAN*, Warszawa.
- Solarz, J.K. (2014). Stądne myślenie o stabilności finansowej. *Przedsiębiorczość i zarządzanie*, 9(III).
- Stankiewicz, W. (2014). *Ekonomika instytucjonalna*. Warszawa: Akademia Obrony Narodowej.
- Tepper, A. i Borowiecki, K.L. (2014). *A Leverage-Based Measure of Financial Instability*. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 688.
- Zingales, L. (2015). *Does Finance Benefit Society?* Harvard: AFA.