

Zapobieganie wystąpieniu kryzysu finansowego według zaleceń organów Unii Europejskiej

Marian Noga, *Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu*

ORCID ID: 0000-0002-2442-5391

Iwona Gulba, *Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu*

Streszczenie

Ostatni światowy kryzys gospodarczy pokazał z jednej strony niekonsekwencje w realizacji polityki mikroostrożnościowej przez instytucje kredytowe i firmy inwestycyjne w UE i poza UE, a z drugiej strony brak regulacji w zakresie polityki makroostrożnościowej. Dopiero w 2013 roku podjęto decyzje w tej sprawie w pakiecie Capital Requirements Directive IV i Capital Requirement Regulation. W artykule weryfikuje się hipotezę badawczą głoszącą, że zapobieganie wystąpienia kryzysu finansowego zależy od właściwej konstrukcji i konsekwentnej realizacji w praktyce w ramach instytucjonalnego zarządzania ryzykiem systemowym w UE polityki mikroostrożnościowej i makroostrożnościowej. Weryfikacja tej hipotezy została przeprowadzona za pomocą metod analizy statystycznej danych wtórnych, publikowanych przez Komisję Europejską i za pomocą analizy wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zawartych w dyrektywach unijnych. Hipoteza badawcza została zweryfikowana pozytywnie.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, polityka mikroostrożnościowa, polityka makroostrożnościowa, instytucjonalizacja zarządzania ryzykiem systemowym

Preventing the financial crisis according to the recommendations of the European Union bodies

Abstract

The latest global economic crisis showed inconsistencies in the implementation of micro-prudential policy by credit institutions and investment firms in the EU and outside it on the one hand, and on the other hand the lack of regulation in the field of macro-prudential policy. It was only in 2013 that decisions were made in the Capital Requirements Directive IV and Capital Requirement Regulation package. In the article we verify the research hypothesis that the prevention of the financial crisis depends on the proper construction and consistent implementation in practice of micro-prudential and macro-prudential policy as a part of institutional systemic risk management in the European Union. The verification of this hypothesis was carried out using methods of statistical analysis of secondary data, published by the European Commission and through the analysis of prudential requirements for credit institutions and investment firms included in the EU directives. The research hypothesis was confirmed.

Key words: financial crisis, micro-prudential policy, macro-prudential policy, institutionalisation of systemic risk management

Według Europejskiego Banku Centralnego (ECB) stabilność finansowa oznacza warunek, w którym system finansowy jest zdolny do sprostania wstrząsom i do poradzenia sobie z nierównowagami rynkowymi ograniczając prawdopodobieństwo zakłóceń pośrednictwa finansowego, co mogłoby poważnie zakłócić alokację oszczędności na rzecz dochodowych możliwości inwestycyjnych (ECB 2005). Stabilność finansowa jest jednak często transponowana w niestabilność finansów na skutek pojawienia się kryzysu finansowego. To jednak nie kończy niekorzystnych zjawisk ekonomicznych, bowiem niestabilność finansowa rodzi różnego rodzaju nierównowagi makroekonomiczne, i kryzys finansowy przekształca się w kryzys gospodarczy. Wyjaśnienia mechanizmów powstania, przebiegu i skutków kryzysów finansowych można znaleźć w literaturze światowej (na te tematy wypowiedzieli się m.in. Mishkin 1991, Minsky 1992, Kindleberger 2000, Reinhardt et al. 2016). W tych publikacjach analizowane były kryzysy finansowe w krajach z *emerging market*, jak i w krajach rozwiniętych (Reinhardt et al. 2016: s. 574-580)

Jednakże różni autorzy, szczególnie ci wymienieni powyżej, w bardzo różny sposób tłumaczą istotę kryzysu finansowego. Dlatego też pierwszym celem niniejszego artykułu będzie próba wyjaśnienia istoty kryzysu finansowego w warunkach globalizacji współczesnej gospodarki. Celem drugim będzie budowa modelu funkcjonalnego transformacji kryzysu finansowego w kryzys gospodarczy, czyli transformacji kryzysu finansowego występującego w sferze regulacji, w kryzys gospodarczy należący do sfery realnej gospodarki. Hipoteza naukowa tego opracowania brzmi: zapobieganie wystąpienia kryzysu finansowego zależy od właściwej konstrukcji i konsekwentnej realizacji polityki mikroostrożnościowej w praktyce oraz polityki makroostrożnościowej w ramach instytucjonalizacji zarządzania ryzykiem systemowym w Unii Europejskiej (UE). Hipoteza badawcza będzie poddana weryfikacji poprzez analizę konstruowania polityki makroostrożnościowej przez organy UE, po wystąpieniu ostatniego kryzysu gospodarczego lat 2008–2011, na podstawie czterech opublikowanych przez organy UE dokumentów, a zwłaszcza dyrektyw i rozporządzeń. Ponadto w artykule zastosowano analizę statystyczną, potrzebną do weryfikacji hipotezy badawczej, opartej na danych statystycznych Komisji Europejskiej (dane wtórne).

Opracowanie ujęto w następujące części:

- przebieg światowego kryzysu gospodarczego w latach 2008–2011;
- konstrukcja funkcjonalnego modelu transformacji kryzysu finansowego w kryzys gospodarczy;
- polityka mikroostrożnościowa i jej realizacja w praktyce krajów Unii Europejskiej;
- konstrukcja polityki makroostrożnościowej;
- konkluzje.

Przebieg światowego kryzysu gospodarczego 2008–2011

Jak przebiegał ostatni kryzys finansowy? Zaczął się w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej (USA). Od początku 2006 roku w USA wyraźnie wyhamowuje wieloletni trend wzrostowy cen nieruchomości. Jednocześnie coraz większa liczba kredytobiorców ma trudności ze spłatą zadłużenia hipotecznego. Banki zaczynają przejmować nieruchomości od niewypłacalnych dłużników i wystawiają je na sprzedaż, generując dodatkową podaż i to po cenach relatywnie niższych, gdyż sprzedaż jest wymuszona. Wywołuje to dalsze załamania na rynku i do końca 2006 roku spadki cen nieruchomości w niektórych rejonach USA sięgają aż 30 proc., żeby rozpocząć systematyczny dalszy spadek, aż do roku 2009 (Cohen et al. 2012: s. 341–367, United States Census Bureau 2010).

W sierpniu 2007 roku w instytucjach działających na rynku kredytów hipotecznych w USA i Japonii pojawiają się pierwsze problemy z płynnością finansową. Sygnały ostrzegawcze i pierwsze symptomy kryzysu zdają się jeszcze nie docierać do inwestorów giełdowych. 9 października 2007 roku indeks *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) ustanawia historyczne maksimum na poziomie 14 164 pkt., a nieco ponad rok później, 20 listopada 2008 roku osiąga lokalne minimum 7552 pkt., czyli spada blisko o połowę (Dow Jones 2011: s. 2).

Kolejne najbardziej charakterystyczne wydarzenia kryzysu finansowego (Szyszka 2009: 5–30):

- a. luty 2008 rok – nacjonalizacja brytyjskiego upadającego banku Northern Rock,
- b. marzec 2008 roku – JP Morgan Chase kupuje upadającego Bear Stearns,
- c. początek września 2008 roku – dwie największe instytucje rynku hipotecznego (Fannie Mae, Freddie Mac), które zainwestowały blisko 5 bln USD w instrumenty oparte na rynku nieruchomości, zostają znacjonalizowane przez rząd federalny,

- d. wrzesień 2008 roku – AIG dokapitalizowane zostaje przez państwo kwotą 85 mld USD,
- e. wrzesień 2008 roku – punkt kulminacyjny kryzysu – upada Lehman Brothers, bank o 158-letniej tradycji. Chociaż był amerykańskim bankiem, to w dużej części obsługiwał podmioty zagraniczne, szczególnie banki azjatyckie i europejskie.

Później upadały kolejne banki, jak np. Merrill Lynch. Część banków była ratowana przez rządy i banki centralne. Z kolei w wyniku kryzysu finansowego zadłużenie trzech największych banków islandzkich dziewięciokrotnie przekroczyło PKB całej Islandii.

Analitycy na całym świecie, rozpatrując wybuch i przebieg kryzysu, zwracali uwagę na to, że rząd amerykański i FED w pierwszej kolejności chciały ograniczyć kryzys tylko do sektora finansowego i tylko na terenie USA. Ten zabieg nie udał się jednak, bowiem kryzys rozlał się na sferę realną USA, a potem na sferę finansową i realną całego świata (Szyszka 2009: s. 5–30). Była to I faza kryzysu finansowego (2007–2009), który przerodził się w światowy kryzys gospodarczy.

W 2010 roku nastąpiła II faza kryzysu finansowego, tym razem w Europie, szczególnie w Grecji, gdzie okazało się, że dług publiczny tego kraju przekroczył 300 mld euro i stanowił ponad 120 proc. PKB tego kraju. Oprocentowanie 10-letnich obligacji greckich sięgnęło poziomu 24 proc., co oznaczało pojawienie się II fazy kryzysu finansowego zwanej fazą kryzysu państwowego długu publicznego. Mimo że był to typowy kryzys finansowy, rozprzestrzenił się on na wszystkie 28 krajów Unii Europejskiej i rykoszetem przez Ocean Atlantycki powrócił do USA. Oczywiście ta II faza kryzysu finansowego 2010–2012 wpłynęła na sferę realną gospodarki światowej, podobnie jak w przypadku I fazy kryzysu finansowego.

Przyczyny wybuchu kryzysu finansowego zwykle wyjaśnia się za pomocą modelu triady Frederica Mishkina:

- a. I faza – asymetria informacji,
- b. II faza – negatywna selekcja,
- c. III faza – *moral hazard* [pokusa nadużycia] (Mishkin 1991).

Zdaniem autorów, to co się stało na rynku kredytów hipotecznych w USA z kredytami *subprime*, w pełni odpowiada modelowi triady F. Mishkina.

Narodowy Bank Polski w swoim opracowaniu *Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego* wymienia trzy grupy przyczyn kryzysu finansowego:

- a. makroekonomiczne:
 - narastające globalne nierównowagi,
 - długotrwałe niskie realne stopy procentowe,
 - oderwane od fundamentów ceny aktywów;
- b. mikroekonomiczne (funkcjonowanie systemu finansowego):
 - wadliwa struktura bodźców (indywidualnych i instytucjonalnych),
 - słabości metod pomiaru, wyceny i zarządzania ryzykiem,
 - szwankujący nadzór właścicielski,
 - luki w systemie regulacyjnym (regulacje mikro i makroostrożnościowe);
- c. interakcje i współwystępowanie niekorzystnych zjawisk jako ważna grupa przyczyn wybuchu światowego kryzysu gospodarczego (NBP 2009).

Natomiast przyczyny II fazy kryzysu finansowego w Europie, jako kryzysu długu publicznego w Grecji, Hiszpanii, Włoszech, Portugalii, Irlandii, Belgii, mają różnorodne podłoże.

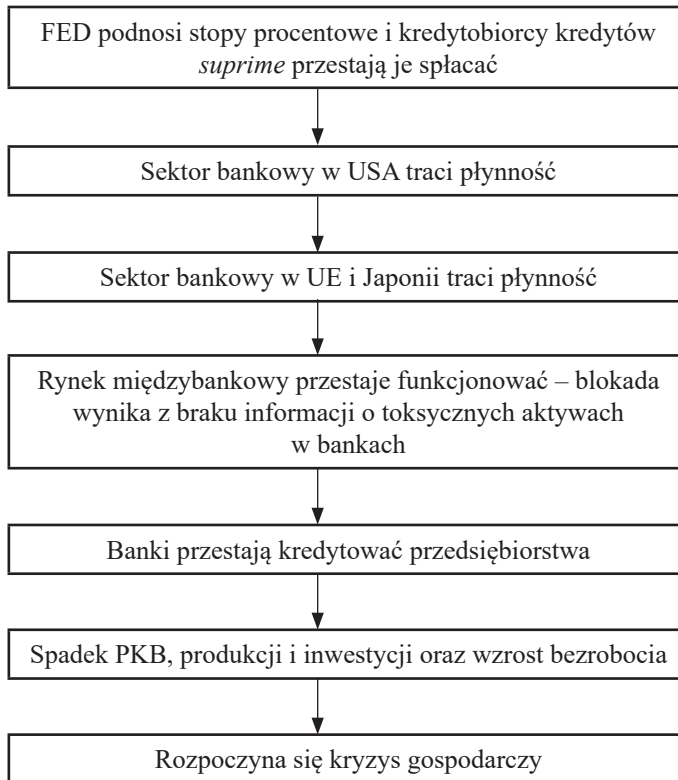
Na przykład, w Irlandii banki posiadały zbyt dużo „toksycznych” aktywów amerykańskich banków, i irlandzki rząd nie chcąc dopuścić do ich bankructwa i załamania się całego systemu bankowego „ratował” sektor bankowy pieniędzmi z budżetu państwa. To musiało doprowadzić do kryzysu długu publicznego w Irlandii. Natomiast w Grecji nastąpiło rozluźnienie dyscypliny budżetowej i „rozpasana” konsumpcja sektora publicznego, co musiało doprowadzić do kryzysu długu publicznego (Noga, Noga 2013: s. 107–123).

Konstrukcja funkcjonalnego modelu transformacji kryzysu finansowego w kryzys gospodarczy

Opisany przebieg ostatniego światowego kryzysu gospodarczego wyraźnie dzieli się na dwie fazy:

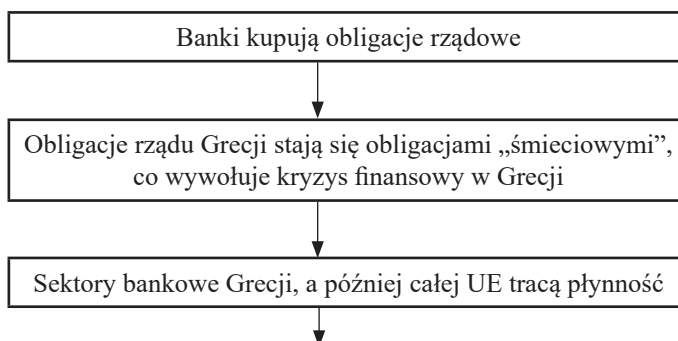
- I Faza – początek kryzysu ma związek z udzielaniem kredytów *subprime* w USA, które w 2008 roku doprowadziły do wywołania kryzysu bankowego i kryzysu gospodarczego, początkowo w Stanach Zjednoczonych, a potem na całym świecie (patrz rys. 1).
- II Faza – w 2010 roku rozpoczyna się kryzys długu publicznego w Grecji i „rozlewa” się później na cały świat, w tym również pojawia się w USA (patrz rys. 2).

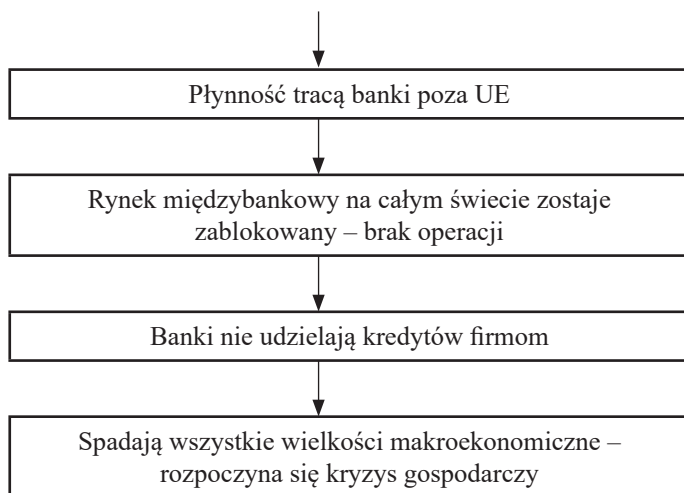
Rys. 1. Model funkcjonalny transformacji kryzysu finansowego w kryzys gospodarczy – I Faza



Źródło: opracowanie własne

Rys. 2. Model funkcjonalny transformacji kryzysu finansowego w kryzys gospodarczy – II Faza





Źródło: opracowanie własne

Zarówno pierwszy, jak i drugi model pokazują jak dochodzi do kryzysu sfery realnej (patrz rys.1 i rys. 2). W pierwszej fazie ostatniego kryzysu gospodarczego na świecie (2008–2011) to kredyty *suprime* w USA rozpoczęły łańcuch następujących po sobie negatywnych zjawisk w gospodarce amerykańskiej, a potem na całym świecie. Były to typowe związki przyczynowo-skutkowe, w literaturze określane jako związki kauzalne, dające się przedstawić za pomocą modeli funkcjonalnych, co uczynili autorzy, konstruując rysunki 1 i 2. Należy zwrócić uwagę, że druga faza światowego kryzysu gospodarczego rozpoczęła się w 2011 roku od utraty zaufania do greckich obligacji, czyli rządowych papierów wartościowych, uważanych na rynkach kapitałowych za aktywa małego ryzyka ekonomicznego. W praktyce w 2011 roku w Grecji obligacje tego rządu były największym ryzykiem na rynku kapitałowym.

Polityka makroostrożnościowa i jej realizacja w praktyce krajów członkowskich Unii Europejskiej

Zdarzenia gospodarcze nie były i nie będą zdarzeniami pewnymi, czyli związkami przyczynowo-skutkowymi o charakterze deterministycznym, tylko o charakterze stochastycznym. Dlatego też wszelkie decyzje ekonomiczne w mikroskali i w makroskali są obciążone ryzykiem gospodarczym, które należy mierzyć i minimalizować, bowiem ryzyka całkowicie wyeliminować się nie da. W tym miejscu należy przypomnieć że ryzyko gospodarcze wchodzi w interakcje z politycznym, i wtedy wszelkie decyzje

gospodarcze obarczone są łącznym ryzykiem gospodarczym i politycznym, nazywanym w literaturze przedmiotu ryzykiem systemowym. To zjawisko jest dla procesów gospodarczych bardzo niekorzystne, bowiem gospodarka narodowa może mieć bardzo mocne fundamenty makroekonomiczne, ale rosnące ryzyko polityczne powiększy ryzyko systemowe, i np. inwestorzy przestaną inwestować w danym kraju. Bardzo często zapominają o tym politycy i to rodzi negatywne skutki w gospodarce narodowej.

K. Aleksander, R. Dhumale i J. Eatwell następująco zdefiniowali ryzyko systemowe: „Ryzyko systemowe stanowi koszt zewnętrzny dla społeczeństwa, związany z błędną wyceną ryzyka działalności przez instytucje państwowe. Błędne wyceny ryzyka przez rynki finansowe prowadzą do zaniżenia jego skali, co sprzyja nadmiernej ekspozycji” (Alexander et al. 2006: s. 24).

Ostatni światowy kryzys gospodarczy pokazał, że prowadzona polityka mikroostrożnościowa nie tylko nie zapobiegła wystąpieniu kryzysu finansowego, a później kryzysu gospodarczego, ale również nie potrafiła wyprowadzić z kryzysu nawet tak silnych gospodarek narodowych jak USA, Wielka Brytania, Irlandia czy Francja. W związku z tym zaczęto poszukiwać nowych rozwiązań, instrumentów, polityk, zapobiegających takim kryzysom oraz wyprowadzaniu gospodarki narodowej z tego kryzysu.

Działania przywódców UE w związku z kryzysem długu publicznego w Grecji pokazują jak z kryzysu na poziomie 360 mld euro powstał kryzys długu publicznego w Europie przekraczający już 2 bln euro, i końca tego kryzysu nie widać.

Wpływ systemu finansowego na sferę realną przedstawiony przez nas powyżej, wymaga komentarza:

Po pierwsze, ponieważ w gospodarce rynkowej, która rozwija się cyklicznie, nie uda się całkowicie zapobiec wystąpieniu kryzysu finansowego, należy uczynić wszystko, aby:

- a. odpowiednio szybko przewidzieć wystąpienie kryzysu finansowego,
- b. użyć takich narzędzi, które do minimum zmniejszą amplitudę wahań podstawowych wielkości makroekonomicznych,
- c. szybko usuwać skutki kryzysu finansowego, który, jak wykazały badania ekonomistów na całym świecie, wpływa na uruchomienie kryzysu sfery realnej gospodarki.

Po drugie, dotychczasowe działania państwa poprzez zestaw instrumentów polityki fiskalnej i monetarnej (w określonej mierze stanowiące politykę mikroostrożnościową),

wpływały na zachowania ekonomiczne podmiotów gospodarczych. Jednakże, taka polityka mikroostrożnościowa była niekonsekwentnie stosowana ze względu na brak jednego, odpowiedzialnego organu koordynującego ład rynkowy, niedopuszczający do wystąpienia kryzysu finansowego.

Po trzecie, brak było właściwego monitorowania wszystkich procesów gospodarczych, bowiem niedostatki paradygmatu ekonomii głównego nurtu nie pozwalały precyzyjnie opisać rzeczywistości gospodarczej, co nie pozwalało na wyciągnięcie trafnych prognostycznych wniosków.

Po czwarte, naszym zdaniem, przebieg cyklu koniunkturalnego powinno się współcześnie obserwować, jako odchylenia rzeczywistego PKB od potencjalnego PKB (Noga 2009).

Reasumując powyższe rozważania o zapobieganiu wystąpienia kryzysu finansowego, Komisja Europejska uznała za stosowne wprowadzić w życie nowe reguły polityki makroostrożnościowej i stworzenie unii bankowej jako strategii przeciwdziałania zjawiskom kryzysowym.

Konstrukcja polityki makroostrożnościowej

Celem polityki makroostrożnościowej powinna być stabilność finansowa. Przypomnijmy, że NBP definiuje stabilność finansową jako stan, w którym system finansowy pełni swoje funkcje w sposób ciągły i efektywny, nawet w przypadku wystąpienia nieoczekiwanych i niekorzystnych zaburzeń o znacznej skali. W tym miejscu należy mocno podkreślić, że polityka makroostrożnościowa musi nie tylko wzmacniać odporność na szoki, ale zapobiegać narastaniu nierównowag i ryzyk systemowych w gospodarce. Jest to niezwykle ważne, gdyż np. według keynesistów osiągnięcie równowagi na rynku pracy jest w zasadzie niemożliwe, wskutek wielu czynników obiektywnych, subiektywnych, historycznych, psychologicznych itp. Dotychczasowa koncepcja prowadzenia polityki monetarnej przez banki centralne, dążąca do równowagi między popytem na pieniądź i podażą pieniądza oraz walki z inflacją, zawsze zmierzała do likwidacji luki popytowej, luki bezrobocia, luki w bilansie płatniczym itp. (Raczkowski et al. 2016: s. 47–63).

W literaturze przedmiotu politykę makroostrożnościową można określić poprzez następujące wymiary:

- a. cel – ograniczanie i przeciwdziałanie ryzyku systemowemu, a przez to przyczynianie się do stabilności finansowej;

- b. zakres obejmujący cały system finansowy;
- c. instrumenty stanowiące w większości dotychczasowe instrumenty mikroostrożnościowe wykorzystane z perspektywy systemowej (Szpunar 2012).

Spróbujmy krótko ująć cele polityki makroostrożnościowej:

- a. Ograniczenie ryzyka systemowego w całości jest niemożliwe, w związku z tym należy ograniczyć tę część ryzyka systemowego, która ma swe źródło w zawodności mechanizmu rynkowego. Chodzi o ograniczanie i eliminowanie negatywnych efektów zewnętrznych np. wyeliminowanie renty z tytułu podejmowanego przez instytucje finansowe ryzyka systemowego na koszt klientów oraz zmniejszenie podatności systemu na upadek poszczególnych podmiotów (Bańbuła 2013).
- b. Zawodność rynku daje mandat dla ustanowienia nadzoru makroostrożnościowego, który koordynowałby regulacje ograniczające i eliminujące skalę negatywnych efektów zewnętrznych.
- c. Kolejnym celem tej polityki powinno być ograniczenie podatności systemu na błędy wyceny ryzyka. Nie można np. rezygnować z modeli ilościowych na rzecz heurystycznych, bądź też ograniczać się do wąskiej klasy modeli. Bank for International Settlements (BIS – Bank Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei, założony w 1930 roku jako zrzeszenie banków centralnych na świecie, ustalający rekomendacje dla wymogów kapitałowych sektora bankowego, poziomu rezerw, zasad wymiany walutowej itp.) optuje, aby harmonizować metody i modele wyceny ryzyka. Jednakże nie ma tutaj idealnego rozwiązania, i Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF) bądź Financial Stability Board (FSB) jako europejski nadzór makroostrożnościowy, powinny wydawać zalecenia w zakresie stosowania metod i modeli wyceny ryzyka. W tym miejscu chcielibyśmy wyraźnie podkreślić, że problem ten był w pierwszej kolejności rozpatrywany przez G–20. Międzynarodowy kryzys finansowy lat 2007–2008 ujawnił wiele strukturalnych wad światowego systemu finansowego i narodowych systemów finansowych. Dlatego też na szczycie w 2008 roku w Petersburgu G–20 postanowiono dokonać reformy międzynarodowej architektury finansowej [MAF]. Mianowicie postanowiono przekształcić dotychczasowy organ G–20 Forum Stabilności Finansowej w Radę Stabilności Finansowej G–20 [*Financial Stability Board* G–20] z nowymi zadaniami. FSB G–20 utworzono w kwietniu 2009 roku i wyznaczono jej następujące fundamentalne zadania:

- określanie i monitorowanie wymogów kapitałowych dla banków adekwatnych do aktualnej sytuacji ekonomicznej w kraju, regionie i na świecie,
 - powołanie instytucji systemowo ważnych dla systemu finansowego,
 - określenie ram działania, kontroli i monitorowania bankowości równoległej, czyli *shadow banking*,
 - reformę międzynarodowych standardów rachunkowości,
 - określenie zasad funkcjonowania agencji ratingowych i uwarunkowania powoływania nowych agencji ratingowych,
 - stosowania praktyk kompensacyjnych instytucji finansowych,
 - określenia regulacji i monitorowania pozagiełdowych instrumentów pochodnych [tzw. *over-the-counter* lub OTC]. Rekomendacje i zalecenia FSB G–20 zostały uwzględnione w działalności europejskich instytucji zajmujących się stabilnością finansową i co najważniejsze, wszystkie te rekomendacje uwzględniono w opracowywanej ustawie o powołaniu w Polsce Rady ds. Ryzyka Systemowego. Reformy MAF w Polsce i na świecie w aspekcie instytucjonalnym są opóźnione w stosunku do zaleceń FSB G–20. Natomiast strona regulacyjna jest realizowana zgodnie z rekomendacjami FSB G–20, chociażby w zakresie monitorowania wymogów kapitałowych i tzw. stres-testów banków.
- d. Następnym celem polityki makroostrożnościowej powinno być przeciwdziałanie powstawaniu nierównowag finansowych w gospodarce, które potem przeradzają się w nierównowagi gospodarki realnej.
- e. Dotychczasowa wycena ryzyka w bankach centralnych oparta jest najczęściej na modelach typu DSGE, czyli dynamicznych, stochastycznych modelach równowagi ogólnej. Modele DSGE oparte są na hipotezie racjonalnych oczekiwań:
- gospodarstw domowych,
 - sektora firm,
 - sektora publicznego (który w modelu reprezentuje władze monetarne)
- (Noga 2012: s. 156).

Jak widać, nie ma tutaj sektora finansowego, a byłoby wskazane, aby objąć modelami DSGE właśnie sektor finansowy. Ponadto w literaturze przedmiotu uważa się, że ludzie nie zachowują się zgodnie z teorią racjonalnych oczekiwań, lecz zachowania ludzi są adaptacyjne. Stąd dobrze by było, aby modele DSGE brały pod uwagę zachowania adaptacyjne, a nie racjonalne (Bańbuła 2013). Uwzględnienie tych zmian w DSGE byłoby zdecydowanie lepsze dla trafnej wyceny ryzyka systemowego.

- f. Unikanie błędów wyceny ryzyka systemowego może nastąpić poprzez stosowanie nie tylko modeli DSGE, ale jeszcze:
- modeli ograniczonej racjonalności,
 - modeli opartych na niedoskonałej wiedzy,
 - modeli sieci powiązań instytucji finansowych,
 - modeli podejmowania decyzji w warunkach ryzyka i przede wszystkim niepewności.

Polityka monetarna (pieniężna) ma wyraźnie określony cel strategiczny (finalny), jakim jest stabilizacja cen, czyli ochrona siły nabywczej pieniądza krajowego i walka z inflacją. Jednakże polityka pieniężna może być prowadzona za pomocą różnych strategii: np. bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI), strategii dyskrecjonalnej (czyli bez celu inflacyjnego i bez ogłoszonych reguł prowadzenia polityki pieniężnej) i różnych strategii pośrednich między nimi. Implementacja pełnej strategii BCI powoduje, że polityka pieniężna musi zmierzać do likwidacji luki popytowej i luki bezrobocia. Oznacza to eliminowanie nierównowag makroekonomicznych, co jest zbieżne z polityką makroostrożnościową. Gdy nie było jasno określonego organu nadzoru makroostrożnościowego, polityka monetarna (pieniężna) nie musiała być zbieżna z polityką makroostrożnościową. Obecnie, gdy działa Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego i działać będą narodowe Rady ds. Ryzyka Systemowego, polityka pieniężna powinna być komplementarna względem polityki makroostrożnościowej. Pozwoli to na właściwe realizowanie celów polityki makroostrożnościowej.

Drugim projektem Komisji Europejskiej, który miałby przeciwdziałać kryzysom finansowym i gospodarczym, jest utworzenie unii bankowej, początkowo ograniczone do krajów strefy euro, a później rozszerzone na wszystkie kraje UE. Unia bankowa ma na celu wprowadzenie wspólnych zasad nadzoru bankowego, zasad dotyczących restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków oraz zapewnienie bezpieczeństwa finansowego strefy euro. Programem uporządkowanej likwidacji banków (*Single Resolution Mechanism*) zajmuje się Jednolita Rada ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji przy EBC. Do zadań tej Rady należy:

- decydowanie o programach restrukturyzacji i likwidacji banków znajdujących się w bardzo złej sytuacji finansowej i szczególnie płynnościowej,
- planowanie, restrukturyzacja i likwidacja banków transgranicznych nadzorowanych przez EBC,

- przestrzeżenie zasady, że koszty związane z upadłością banków nie mogą być ponoszone przez podatników, ale przez sektor finansowy,
- dysponowanie Jednolitym Funduszem Restrukturyzacji dla regulacji zobowiązań upadłych banków.

W 2024 roku wysokość środków zgromadzonych w Jednolitym Funduszu wyniesie co najmniej 1 proc. depozytów krajów unii bankowej (*Jednolity Mechanizm 2017*). Instytucjonalne zarządzanie ryzykiem systemowym w Unii Europejskiej, po analizach, dyskusjach i przeprowadzonych badaniach naukowych, teoretycznych i eksperymentalnych (stress - testy banków) znalazło swój finał w dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z 26 czerwca 2013 roku (Capital Requirements Directive IV – CRD IV), w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi (Komisja Nadzoru Finansowego 2015).

Ta dyrektywa jest częścią pakietu CRD IV i CRR (Capital Requirements Regulation), bowiem obok niej dodatkowo wchodzi jeszcze Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady UE nr 575/2013 z 26 czerwca 2013 roku w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm instytucyjnych (CRR). Cały Pakiet CRD IV i CRR wszedł 1 stycznia 2014 roku i zastąpił przepisy unijne z 2006 roku w sprawie:

- 1) podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe;
- 2) adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych.

Pakiet CRD IV i CRR uregulował kwestie związane z:

- tworzeniem banków,
- buforami kapitałowymi,
- nadzorem makroostrożnościowym w krajach UE,
- ładem korporacyjnym banków i firm inwestycyjnych,
- wzmocnieniem sektora bankowego i firm inwestycyjnych,
- tworzeniem bardziej przejrzystego systemu finansowego państw członkowskich (Komisja Nadzoru Finansowego 2015).

Bardzo interesujące dane zawarto w orędziu przewodniczącego Komisji Europejskiej z 13 września 2017 roku (Komisja Europejska 2017: s. 77). Pokazują one przede wszystkim efekty wprowadzenia dyrektywy w CRD IV i CRR, gdy np. porównujemy dług publiczny, łączny współczynnik kapitałowy banków, kredyty zagrożone dla całej UE, strefy Euro i dla poszczególnych krajów dla okresu 2014 roku (wprowadzenie instytucjonalnego zarządzania ryzykiem systemowym) z rokiem 2017. W ww. obszarach nastąpiło wyraźne

zmniejszenie kredytów zagrożonych, niezwykle duża poprawa wskaźników adekwatności kapitałowej (dla całej UE 19,1, dla strefy euro 18,0 przy zalecanej normie tier 1 + tier 2 = 8,0), bowiem w czasie kryzysu 2008–2011 ten współczynnik wynosił około 6,0. Te dane pozwalają pozytywnie zweryfikować hipotezę badawczą opracowania, bowiem polityka makroostrożnościowa *in statu nascendi*, w świetle tych danych, spełnia założone cele.

Konkluzje

We współczesnej gospodarce, w warunkach istniejących współzależności i funkcjonującej globalizacji gospodarki, nie do uniknięcia jest transmisja międzynarodowa zjawisk kryzysowych. Teoretycy ekonomii nie mają jednolitego poglądu co do istoty, przyczyn i przebiegu kryzysu finansowego. Monetaryści utożsamiają kryzys finansowy z paniką w sektorze bankowym, zaś Hyman Minsky i Charles Kindleberger twierdzą, że do kryzysu dochodzi, gdy wystąpi jedno z wymienionych zjawisk:

- nagły i znaczny spadek cen aktywów,
- upadek wielu dużych instytucji, zarówno finansowych jak i niefinansowych,
- pojawienie się deflacji,
- poważne napięcia na rynku walutowym (Minsky 1992).

Część teoretyków uważa, że kryzysy bankowy, zadłużenia i walutowy są rodzajami kryzysu finansowego, zaś inni twierdzą, że są to „części” kryzysu finansowego (Radomska 2018).

Jeszcze inni twierdzą zaś, że wystarczy aby jeden z tych kryzysów wystąpił, to już mamy do czynienia z kryzysem finansowym. Przedstawione w artykule (rys. 1 i rys. 2) modele funkcjonalne transformacji kryzysu finansowego w kryzys gospodarczy I fazy i II fazy pokazują, że ten pierwszy rozpoczął się od kryzysu bankowego, a ten drugi od kryzysu zadłużenia. Skutki obu są jednak identyczne – kryzys sfery realnej, czyli kryzys gospodarczy.

Powyższe wywody autorów pozwalają na konstatację, że polityka mikroostrożnościowa, mimo tego że była dobrze skonstruowana, nie była należycie realizowana i niekonsekwentnie kontrolowana przez odpowiednie organy państw UE. Dlatego władze UE podjęły prace nad konstrukcją polityki makroostrożnościowej. Poszczególne kraje UE i kraje spoza UE ukształtowały dobrze skonstruowane polityki makroostrożnościowe i utworzyły odpowiednie organy kontroli w tym zakresie. W Polsce 5 sierpnia 2015 roku Sejm uchwalił Ustawę o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniem kryzysowym w systemie finansowym, która w pełni re-

alizuje zalecenia organów UE w tym zakresie. W myśl tej ustawy politykę tę realizuje Komitet Stabilności Finansowej, a jego przewodniczącym jest prezes NBP. Polityka makroostrożnościowa w Polsce realizowana jest obecnie zgodnie z dyrektywami unijnymi, chociaż bardzo długo trwały prace legislacyjne w tym zakresie.

Hipoteza badawcza: „Zapobieganie wystąpienia kryzysu finansowego zależy od właściwej konstrukcji i konsekwentnej realizacji polityki makroostrożnościowej w ramach instytucjonalizacji zarządzania ryzykiem systemowym w Unii Europejskiej” została zweryfikowana pozytywnie za pomocą nie tylko metod statystycznych, ale również za pomocą analizy regulacji ostrożnościowych w nadzorze nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi.

Marian Noga – profesor doktor habilitowany, dyrektor Instytutu Finansów i Rachunkowości i dyrektor Instytutu Współpracy z Biznesem Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu. Jest autorem lub współautorem 29 książek i około 150 artykułów. Zajmuje się teorią wzrostu gospodarczego, związkami między kulturą a ekonomią, ekonomicznymi aspektami ochrony środowiska, pomiarem dobrobytu społecznego i związkami ekonomii z biologią, psychologią i neurologią oraz polityką pieniężną i fiskalną.

Adres e-mail: marian.noga@wsb.wroclaw.pl

Iwona Gulba – magister, absolwentka studiów doktoranckich na Uniwersytecie Ekonomicznym we Wrocławiu. Pracowała przez 20 lat w polskim sektorze bankowym. Napisała dwie publikacje z zakresu ryzyka kredytowego. Obecnie kończy pracę doktorską na temat wpływu akcji kredytowej na wzrost gospodarczy w Polsce.

Marian Noga – full professor, the director of the Institute of Finance and Accounting and the director of the Institute for Cooperation with Business of the WSB University in Wrocław. He is the author or co-author of 29 books and about 150 articles. His research interests include: the theory of economic growth, relations between culture and economy, economic aspects of environmental protection, measurement of social welfare and the relations between economics and biology, psychology and neurology, as well as monetary and fiscal policy.

Email: marian.noga@wsb.wroclaw.pl

Iwona Gulba – MA, a graduate of doctoral studies at the Wrocław University of Economics. She has worked in Polish banking sector for 20 years. She published two papers on credit risk and is currently concluding her PhD thesis on the influence of credit action on economic growth in Poland.

Bibliografia

ALEXANDER Kern, DHUMALE Rahul, EATWELL John (2006), *Global governance of finance systems. The international regulation of systemic Risk*, Oxford.

BAŃBUŁA Piotr (2013), *Polityka makroostrożnościowa, przesłanki, cele, instrumenty*, NBP, Instytut Ekonomiczny, „Materiały i Studia”, Zeszyt nr 298.

COHEN Jeffrey, COUGHLIN Cletus, LOPEZ David (2012), *The Boom and Bust of Housing Prices from Various Geographic Perspectives*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review”, No. 94(5).

DOW JONES Index Average, S&P and Dow Jones Indices LCC (2011), New York.

EUROPEAN CENTRAL BANK (2005), *Financial Stability Review*, Frankfurt am Main.

IWANICZ-DROZDOWSKA Małgorzata (red.) (2002), *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, Warszawa.

JEDNOLITY MECHANIZM restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (2017), www.consilium.europa.eu/pl/banking-unionsingle-resolution-mechanism/ (08.12.2017).

KINDLEBERGER Charles (2000), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, New York.

KOMISJA EUROPEJSKA (2017), *Orędzie o stanie Unii w 2017 r.*, Luksemburg.

KOMISJA NADZORU FINANSOWEGO (2015), *Pakiet CRD IV I CRR*, Warszawa.

UNITED STATES CENSUS BUREAU (2010), *Median and Average Sales Prices of New Homes Sold in United States*, Suitland.

MINSKY Hyman (1992), *The Financial Instability Hypothesis*, „The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper”, No. 74.

MISHKIN Frederic (1991), *Anatomy of Financial Crisis*, „NBER Working Paper”, No. 3934.

NOGA Marian (10.02.2010), *Czy współczesna ekonomia przewidzi światową recesję*, „Obserwator finansowy”, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/czy-wspolczesna-ekonomia-przewiodzi-swiatowa-recesje/> (1.12.2017).

NOGA Marian (red.) (2012), *Makroekonomia ze szczególnym uwzględnieniem polityki pieniężnej*, Warszawa.

NOGA Benjamin, NOGA Marian (2013), *Kryzys finansowy a kryzys sfery realnej gospodarki w świetle ostatniego światowego kryzysu gospodarczego (2007–2011) – ekspozycja problemu*, w: Michał Pronobis (red.), *Polityka ekonomiczna i rynki finansowe a funkcjonowanie gospodarki*, Gdańsk.

NOGA Marian (2009), *Dylematy polityki pieniężnej związane z wystąpieniem luki popytowej*, w: Marian Noga, Magdalena Stawicka (red.), *Narodowa i ponadnarodowa polityka monetarna*, Warszawa.

ORĘDZIE przewodniczącego Komisji Europejskiej Jean-Claude Junckera (2017), http://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/state-union-2017-brochure_pl.pdf (31.12.2017).

NARODOWY BANK POLSKI (2009), *Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego*, Warszawa.

RADOMSKA Ewa (2018), *Globalny kryzys finansowy – przyczyny, przebieg, skutki*, http://www.researchgate.net/profile/Ewa_Radomska/publication/28277781_Globalny_kryzys (25.01.2018).

RACZKOWSKI Konrad, NOGA Marian, KLEPACKI Jarosław (2016), *Risk Management in the Polish Financial System. A Systemic Approach*, New York–London.

REINHARDT Carmen, REINHARDT Vincent, TREBESH Christoph (2016), *Global Cycles: Capital Flows, Commodities and Sovereign Default. 1815–2015*, „American Economic Review”, vol. 106/5.

SZPUNAR Piotr (2012), *Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym*, „Materiały i Studia”, Zeszyt nr 278.

SZYSZKA Adam (2009), *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt”, vol. 40.