

# 1 **Stabilność systemu finansowego w gospodarce – rozważania teoretyczne i praktyczne aspekty**

---

**Anna Dobrzańska**

**Ewa Kosycarz**

**Bogusław Pietrzak**

Ostatni globalny kryzys finansowy wykazał, jak ogromną rolę odgrywa we współczesnym świecie stabilność systemu finansowego. Przebieg kryzysu oraz jego negatywne konsekwencje zarówno w sferze regulacyjnej, jak i realnej doprowadziły do weryfikacji (przewartościowania) wielu, wydawałoby się utrwalonych, poglądów dotyczących funkcjonowania gospodarek na podstawie automatycznie działających mechanizmów rynkowych.

Skala i zasięg kryzysu finansowego sprawiły, iż koniecznością stało się nie tylko ustalenie jego przyczyn, oszacowanie strat i podjęcie doraźnych działań zaradczych, ale również, a może nawet przede wszystkim, określenie programów na rzecz tworzenia warunków do realizacji przedsięwzięć strategicznych o charakterze długookresowym. Celem tych działań jest zapewnienie rozwiązań, które pozwolą na uniknięcie w przyszłości tak dramatycznej sytuacji, w jakiej w wyniku kryzysu znalazł się system finansowy i jego poszczególne człony, a w rezultacie sfera realna, zarówno w wymiarze krajowym, regionalnym, jak i ogólnoświatowym.

Niezbędne okazało się uruchomienie mechanizmów pomocy finansowej, której podstawowym zadaniem było przywrócenie zachwianej stabilności finansowej i wprowadzenie gospodarek na ścieżkę stabilnego rozwoju społeczno-gospodarczego. Ten właśnie problem stanowi przedmiot rozważań zespołu autorskiego przygotowującego raport końcowy prezentowany w postaci książki będącej finalnym efektem pracy badawczej w ramach grantu pt. „Mechanizmy pomocy finansowej w warunkach niestabilności systemu finansowego”.

Pomyślna realizacja podjętej procedury analityczno-badawczej wymaga w pierwszej kolejności określenia roli i znaczenia stabilności systemu finansowego w gospodarce. Przedmiotem rozważań w pierwszym rozdziale książki jest przedstawienie pojęcia, istoty i struktury dwóch podstawowych członów systemu finansowego, tj. rynkowego i publicznego systemu finansowego, oraz ich stabilności z uwzględnieniem występujących między nimi współzależności i oddziaływania na sferę

realną gospodarki. Podjęte tu również zostało zadanie polegające na określeniu determinant oraz mierników stabilności systemu finansowego zarówno rynkowego, jak i publicznego.

Dla uzyskania większej przejrzystości znaczenia stabilności systemu finansowego zaprezentowane zostały podstawowe aspekty niestabilności finansowej, które się wiążą głównie z dwoma kwestiami, a mianowicie, brakiem możliwości pełnienia przez system finansowy przypisanych mu funkcji oraz negatywnym, odbiegającym od stanu pożądanego, oddziaływaniem na sferę realną i w rezultacie na rozwój społeczno-gospodarczy.

Celem rozważań w pierwszym rozdziale jest prezentacja podstawowych pojęć związanych ze stabilnością zarówno rynkowego, jak i publicznego systemu finansowego oraz wskazanie na możliwości zapewnienia warunków do realizacji funkcji właściwych dla tych dwóch członów systemu finansowego.

## **1.1. Pojęcie, istota i znaczenie stabilności systemu finansowego**

Stabilność systemu finansowego nabrała istotnego, wręcz pierwszoplanowego znaczenia w okresie ostatniego, globalnego kryzysu finansowego oraz po nim, kiedy konieczne stało się ustalenie jego przyczyn, podjęcie działań zaradczych oraz wprowadzenie odpowiednich reform mających na celu zminimalizowanie prawdopodobieństwa wystąpienia kolejnego kryzysu, a także ograniczenie jego możliwych skutków. Zainteresowanie tematyką stabilności finansowej rozpoczęło się jednak wcześniej, bo w połowie lat dziewięćdziesiątych XX wieku, co było związane z dynamicznym rozwojem systemu finansowego, a także pojawieniem się w ówczesnym czasie zjawisk kryzysowych (np. w krajach skandynawskich, azjatyckich, południowoamerykańskich).

W literaturze można wyróżnić różne podejścia do definiowania systemu finansowego (tab. 1.1), spośród których wyłaniają się dwa główne kierunki [Karkowska, 2012, s. 103]:

- ▶ definiowanie przez akcentowanie aspektów instytucjonalno-strukturalnych, tzn. tych, które tworzą system finansowy,
- ▶ definiowanie w aspekcie funkcjonalnym, tzn. funkcji pełnionych przez system finansowy.

W wymiarze instytucjonalno-strukturalnym system finansowy jest skomplikowanym mechanizmem wzajemnie połączonych elementów, które są względem siebie komplementarne. Stąd, aby system finansowy pozostawał stabilny, jego poszczególne ogniwa muszą być dopasowane, co oznacza, że ich poziom i dynamika powinny być co najmniej zbliżone. Rozpatrując pojęcie systemu finansowego przez

pryzmat jego funkcji, można zdefiniować go w najbardziej ogólny sposób jako mechanizm pozwalający na krążenie siły nabywczej w gospodarce [Polański, 2008, s. 17].

**Tabela 1.1.** Różne sposoby definiowania systemu finansowego

<b>Podejście</b>	<b>Sposób definiowania</b>
Instytucjonalne	System finansowy jako zbiór określonych i zakwalifikowanych do odrębnych kategorii instytucji finansowych. W podejściu tym akcentuje się znaczenie instytucji i reguł ich działania
Monetarne (funkcjonalne wąskie)	System finansowy jako mechanizm zaopatrywania gospodarki w pieniądź oraz organizacji obiegu pieniężnego
Oparte na pośrednictwie	System finansowy jako mechanizm pośredniczący między podmiotami nadwyżkowymi a deficytowymi gospodarki realnej
Funkcjonalne szerokie	System finansowy jako sieć rynków finansowych, pośredników finansowych oraz instytucji. System finansowy współtworzy i umożliwia przepływ strumieni pieniężnych
Systemowe	System finansowy jako uporządkowany zbiór komplementarnych i możliwie spójnych elementów lub podsystemów. W podejściu tym akcentuje się zależności między jego elementami oraz wpływ tych zależności na funkcjonowanie całego systemu finansowego

Źródło: [Matysek-Jędrzych, 2007, s. 40; Karkowska, 2012, s.100–103].

Należy jednak zauważyć, iż pomimo wielkiego zainteresowania tematyką stabilności finansowej termin ten pozostaje niezdefiniowany jednoznacznie. Stabilność systemu finansowego jest pojęciem nieostrym i trudnym do zdefiniowania. Wskazuje na to mnogość definicji tego pojęcia, jakie można znaleźć w literaturze.

Według Crocketta stabilność finansowa jest definiowana jako stan, w którym aktywność gospodarcza nie jest zaburzona przez zmiany w cenach aktywów bądź problemy instytucji finansowych. Oznacza to, iż muszą być spełnione dwa warunki [Crockett, 1997, s. 9]:

- ▶ kluczowe instytucje są stabilne, gdy istnieje pewność, że są one w stanie kontynuować wywiązywanie się ze swoich zobowiązań umownych bez zakłóceń oraz bez wsparcia z zewnątrz, oraz

- ▶ kluczowe rynki są stabilne, gdy ich uczestnicy z zaufaniem mogą przeprowadzać na nich transakcje po cenach odzwierciedlających wartości fundamentalne, a także ceny te nie ulegają znacznym krótkookresowym wahaniom, jeśli nie są to zmiany związane z fundamentami.

Stabilność systemu finansowego jest także definiowana przez odwołanie do jego funkcji. W takim ujęciu stabilny system finansowy to taki, w którym utrzymane są jego główne funkcje polegające na zamianie oszczędności w inwestycje oraz

zapewnieniu wydajnego i bezpiecznego systemu płatności [Paoda-Schioppa, 2002, s. 20]. Podobnie stabilność finansową definiuje Svensson, wskazując, iż jest to sytuacja, w której system finansowy jest w stanie wypełniać swoje funkcje bez zaburzeń powodujących znaczne koszty [Svensson, 2010, s. 4]. Należy zauważyć, że w tym nurcie najczęściej stabilność finansową postrzegają banki centralne, dla których prawidłowe wypełnianie funkcji przez system finansowy jest oznaką jego stabilności [Smaga, 2014, s. 21].

Wobec problemów ze zdefiniowaniem stabilności finansowej część autorów podejmuje próby określenia, czym jest niestabilność finansowa. Według R.W. Fergussona niestabilność finansowa to sytuacja charakteryzująca się trzema cechami [Fergusson, 2003, s. 7]:

- ▶ ceny ważnych aktywów finansowych odchylają się znacznie od fundamentów,
- ▶ funkcjonowanie rynku i dostęp do kredytu zostały poważnie zaburzone w wymiarze krajowym i nawet międzynarodowym,
- ▶ popyt zagregowany odchyła się znacznie w górę lub w dół od możliwości produkcyjnych gospodarki.

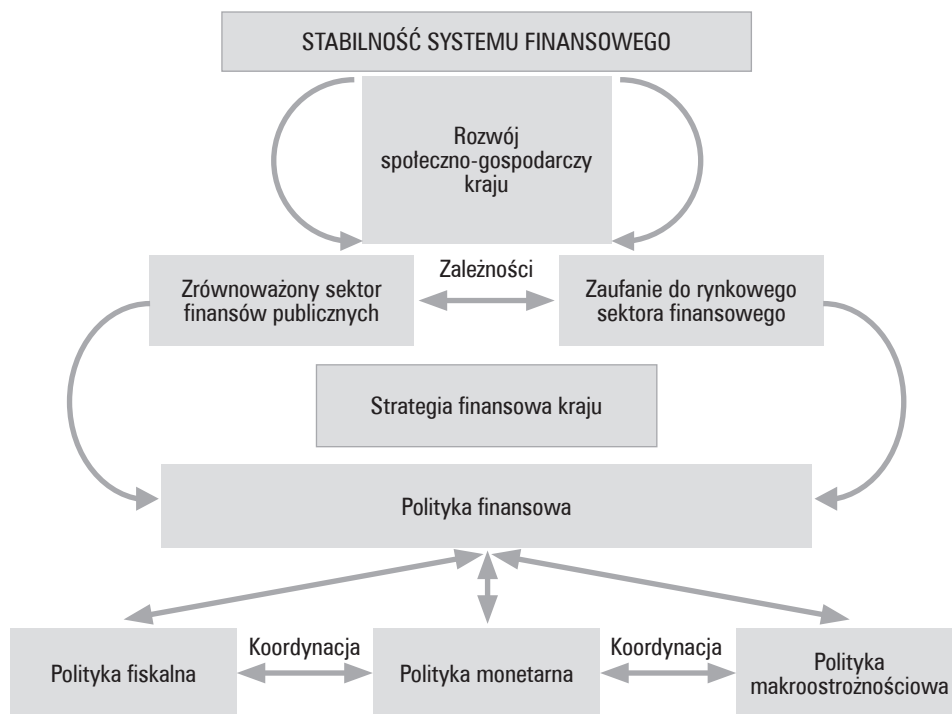
Z kolei Chant podkreśla, iż niestabilność finansowa oznacza sytuację na rynkach finansowych, która szkodzi lub może szkodzić sferze realnej [Chant, 2003, s. 3]. Także Rosengren wskazuje, iż z brakiem stabilności finansowej mamy do czynienia, gdy problemy w systemie finansowym zaburzają dopływ kredytu do gospodarki, a tym samym negatywnie wpływają na sferę realną [Rosengren, 2011, s. 2]

Uwzględniając dotychczasowy stan badań i analiz z zakresu funkcjonowania i organizacji systemu finansowego oraz doświadczenia płynące z globalnego kryzysu finansowego, utrzymanie stabilności systemu finansowego należy rozpatrywać w następujących aspektach [Alińska, 2016b]:

- ▶ realizacji podstawowych funkcji systemu finansowego,
- ▶ zdolności do przezwyciężenia zewnętrznych szoków,
- ▶ utrzymania zaufania do systemu finansowego,
- ▶ dążenia do rozwoju gospodarczego przez promowanie produkcji i wzrostu gospodarczego.

Stabilność finansową można więc określić jako taki stan, w którym system finansowy pełni w sposób ciągły i efektywny swoje funkcje, nawet w przypadku wystąpienia zaburzeń. Integralną częścią tak ujętej definicji stabilności finansowej jest wskazanie na funkcje, jakie system finansowy pełni w gospodarce. Polański [2008, s. 18–19] wyróżnił trzy główne funkcje systemu finansowego: monetarną, kapitałowo-redystrybucyjną i kontrolną. Funkcja monetarna polega na dostarczeniu podmiotom niefinansowym pieniądza w ilości i strukturze odpowiadającej zapotrzebowaniu gospodarki i jej podmiotów, organizowaniu obiegu pieniężnego, aktywnym uczestniczeniu w oddziaływaniu na przepływy pieniężne, w tym dokonywaniu płatności. Niezmiernie istotną funkcją systemu finansowego jest także pośrednictwo między podmiotami dysponującymi nadwyżkami środków finansowych

wych (oszczędzający) a podmiotami deficytowymi, posiadającymi możliwość ich najbardziej efektywnego wykorzystania (inwestorzy). Przez funkcję kapitałowo-redystrybucyjną system finansowy umożliwia efektywną alokację zasobów. Dzieje się tak, gdyż system finansowy pozwala na obniżenie kosztów transakcyjnych oraz zarządzanie ryzykiem. System finansowy pełni także funkcję kontrolną, gdyż pozwala na modyfikację decyzji dotyczących zastosowania pieniądza (kapitału) i wykorzystania wolnych zasobów pieniężnych, tym samym umożliwia kontrolę nad środkami pożyczonymi i zainwestowanymi.



**Rysunek 1.1.** Struktura i zależności w ramach stabilności systemu finansowego

Źródło: [Alińska, 2016b].

System finansowy charakteryzuje się pewnymi cechami, które sprawiają, że jest on podatny na epizody niestabilności. Niemniej koncepcja stabilnego systemu finansowego przewiduje, iż w przypadku wystąpienia wstrząsów jest on w stanie samodzielnie powrócić do stanu równowagi bez interwencji z zewnątrz [Iwanicz-Drozdowska, 2014, s. 4]. Do głównych niedoskonałości rynku należy zaliczyć asymetrię informacji, ograniczenia w percepcji ryzyka w zależności od cyklu gospodarczego i związaną z tym procykliczność. Kolejną specyficzną cechą systemu finansowego jest jego podatność na tzw. efekt zarażania (ang. *contagion*), który

polega na przenoszeniu się problemów z jednego, nawet niewielkiego, ogniwa systemu finansowego na kolejne przez sieć istniejących współzależności między nimi. W konsekwencji działania tego mechanizmu problemy przenoszą się także ze sfery finansowej do gospodarki realnej. W warunkach wysokiej integracji i globalizacji rynków finansowych efekt zarażania może się w błyskawicznym tempie rozprzestrzenić w całym systemie finansowym, przybierając wymiar transgraniczny. Oznacza to, że na stabilność krajowego systemu finansowego mają także wpływ czynniki zagraniczne.

Utrzymanie stabilnego systemu finansowego jest również ściśle związane z utrzymaniem zaufania. Należy zauważyć, iż funkcjonowanie instytucji finansowych opiera się na dwu kryteriach: kryterium rynkowym i kryterium zaufania publicznego. Instytucje finansowe jako podmioty rynku finansowego funkcjonują zgodnie z logiką gospodarki rynkowej i przez wybór możliwych do wykorzystania instrumentów finansowych dążą do maksymalizacji wyników finansowych (czy też np. wartości dla akcjonariuszy). W odróżnieniu od innych jednostek gospodarczych określa się je także mianem instytucji zaufania publicznego, co oznacza, że w swojej działalności, w tym dążeniu do maksymalizacji wyniku finansowego (obecnie coraz częściej wartości instytucji), muszą uwzględniać fakt gospodarowania powierzonymi im środkami w formie nie tylko kapitału akcyjnego, lecz także depozytów, jednostek uczestnictwa itp., które z kolei są podstawą świadczenia usług przynoszących dochód. Niewłaściwe gospodarowanie powierzonymi środkami może prowadzić nie tylko do upadłości banku oraz utraty części kapitału przez akcjonariuszy, lecz także do naruszenia stabilności całego systemu finansowego. W tym ogniwie gospodarki rynkowej szczególnie silny jest, wskazany już w tekście, efekt domina (zarażania), co prowadzi do różnych, bardzo groźnych konsekwencji natury ekonomicznej, społecznej i politycznej. Do tych skutków, szczególnie niebezpiecznych dla gospodarki i społeczeństwa, należy zwłaszcza zaliczyć efekty działania niestabilnego systemu finansowego w sferze realnej.

W warunkach względnie ustabilizowanej sytuacji w systemach finansowych, z jaką mieliśmy do czynienia w okresie przedkryzysowym, wydawało się, iż kryteria te zbliżają się do siebie lub że możliwość powstawania sprzeczności między kryterium rynkowym a kryterium zaufania publicznego zmniejsza się, co miałyby oznaczać zachowanie właściwych proporcji między kryterium rynkowym i kryterium zaufania publicznego w funkcjonowaniu instytucji finansowych. Niestety wydarzenia, które doprowadziły do kryzysu, wykazały, że proporcje te zostały pogwałcone. Kryterium zaufania publicznego nie było dostatecznie doceniane, nieraz za wszelką cenę starano się, aby kryterium rynkowe stało się dominującym. Rola zaufania jest szczególnie widoczna na przykładzie banków. Zaufanie jest głównym aktywem banków, a jego utrata lub choćby naruszenie może spowodować dramatyczny w skutkach run na kasy banków i w efekcie ich upadek.

Należy też zwrócić uwagę, że system finansowy powinien pełnić funkcję usługową wobec podmiotów sfery realnej, gdyż umożliwia on efektywne wykorzystanie

zasobów pieniężnych. Ze względu na powiązania między sferą finansową a realną zakłócenia w systemie finansowym zawsze oddziałują i przenoszą się na gospodarkę realną. Stąd też istotne jest, aby dynamika rozwoju systemu finansowego była odpowiednia w relacji do dynamiki rozwoju sfery realnej. Zbyt niski poziom rozwoju sfery finansowej hamuje rozwój gospodarczy, ale nadmiernie rozbudowany system finansowy także nie jest pożądany, gdyż przestaje wówczas pełnić funkcje usługowe dla sfery realnej i zaczyna być nadrzędny w stosunku do niej. Jednakże w gospodarce światowej pojawiły się wyraźne i niebezpieczne konsekwencje zjawiska tzw. alienacji rynków finansowych i innych elementów systemu finansowego (zwłaszcza instrumentów finansowych), polegające na rozbieżności między wartością transakcji na rynkach finansowych a wartością i dynamiką efektów działania sfery realnej. Doprowadziło to w rezultacie do finansjalizacji gospodarki, tzn. do sytuacji, w której występuje niewspółmierna do efektów sfery realnej dynamicznie rosnąca rola elementów systemu finansowego (rynków finansowych, instytucji i instrumentów finansowych oraz motywacji finansowych kadr zarządzających).

W sposób obrazowy istniejący stan rzeczy przedstawił Orłowski, który posługując się odpowiednimi danymi, stwierdził, iż aktywa finansowe stanowią zawsze odbicie realnej gospodarki, a zabezpieczeniem dochodów z tych aktywów są zawsze realne dochody wypracowane w gospodarce i zakumulowany realny majątek. Podaje on, iż „w roku 1980 podstawowe aktywa finansowe [...] stanowiły ok. 120% globalnego PKB, co nie kłóci się z intuicyjnym odczuciem, »odbiciem realnej gospodarki« [...]. W roku 2005 aktywa finansowe wraz z instrumentami pochodnymi (nominalną wartością) stanowiły już jedenastokrotność światowego PKB, a w roku 2007 szacunkowo stanowiły jego trzynastokrotność. Nie ma cienia wątpliwości, że [...] rynki finansowe wygenerowały wielokrotnie większy zasób aktywów; te same dochody i majątek zabezpieczały więc wiele aktywów naraz” [Orłowski, 2009, s. 9–10].

Tego rodzaju sytuacja jest wynikiem zarówno odejścia systemu finansowego od spełniania podstawowych funkcji usługowych przypisanych mu wobec sfery realnej i używania instrumentów finansowych do realizacji transakcji wewnątrz samego systemu, jak i niesprawności instrumentów (również, a zwłaszcza instrumentów pochodnych) w przeprowadzaniu owych transakcji. Nie sprzyja to realizacji podstawowych funkcji systemu finansowego, zwłaszcza funkcji kapitałowo-redystrybucyjnej i kontrolnej. Pogoni za efektami ilościowymi nie towarzyszą rezultaty jakościowe zabezpieczające negatywne konsekwencje ryzyka na rynku finansowym.

Obserwacje te nie są tylko oceną stanu, który doprowadził do ostatniego globalnego kryzysu, lecz przede wszystkim wskazują na konieczność podjęcia działań na rzecz przywrócenia tradycyjnych, usługowych w stosunku do sfery realnej, funkcji systemu finansowego i zachowania właściwych relacji ze sferą realną.

Dla perspektywy globalizacji oznacza to, iż o ile dotychczas działające czynniki dynamizujące procesy globalizacyjne w sferze realnej (postęp techniczny, globalne

korporacje, obrót towarami i usługami) nie wymagają zasadniczych zmian w systemie ich regulowania, o tyle globalne jak i regionalne oraz krajowe systemy finansowe we wskazanym wyżej zakresie muszą zostać poddane zasadniczej reformie.

Kontynuując rozważania definicyjne dotyczące systemu finansowego, należy także wskazać, iż wyróżnia się (tab. 1.2) [Polański, 2008, s. 20 i 43]:

**Rynkowy (prywatny) system finansowy**, będący mechanizmem współtworzenia i przepływu strumieni pieniężnych, w którym przynajmniej jedną ze stron zawieranych na nim transakcji jest podmiot prywatny. Rynkowy system finansowy składa się z czterech elementów, tj. instytucji finansowych, rynków finansowych, instrumentów finansowych oraz zasad, na podstawie których działają trzy pierwsze ogniwa.

**Publiczny system finansowy**, którego celem jest dostarczanie dóbr publicznych i świadczeń usług społecznych. Na publiczny system finansowy składają się instytucje fiskalne i budżetowe, instrumenty fiskalne oraz publiczne instrumenty finansowe. Istnienie publicznego systemu finansowego wynika z faktu, iż stabilność finansową postrzega się jako dobro publiczne, a także ze względu na występujące niedoskonałości rynku i efekty zewnętrzne.

Obecny kryzys finansowy unaoczniał szczególną rolę i znaczenie banku centralnego w systemie finansowym i gospodarczym kraju. Według klasyfikacji Polańskiego [Polański, 2008, s. 56] bank centralny jest zaliczany do instytucji sektora publicznego, jednak podejmowane działania i używane przez tę instytucję instrumenty finansowe są adresowane przede wszystkim do uczestników rynkowego systemu finansowego.

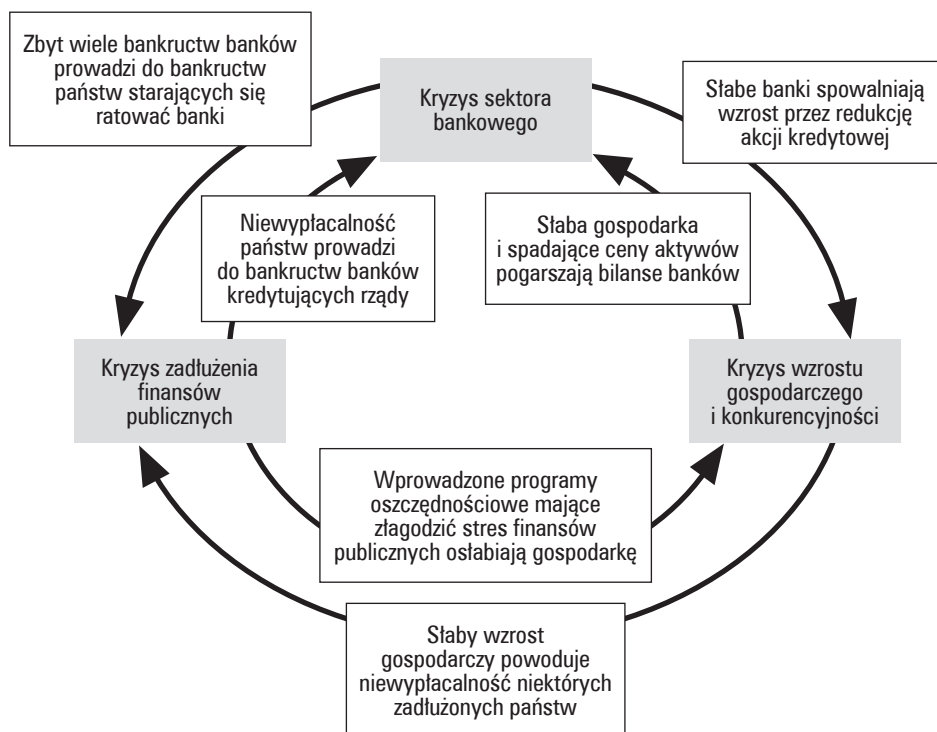
**Tabela 1.2.** Charakterystyka rynkowego i publicznego systemu finansowego

Zagadnienie		Rynkowy system finansowy	Publiczny system finansowy
Ogniwa systemu		<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Instytucje finansowe</li> <li>▶ Rynki finansowe</li> <li>▶ Instrumenty finansowe</li> <li>▶ Zasady funkcjonowania</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Instytucje budżetowe</li> <li>▶ Instytucje fiskalne</li> <li>▶ Publiczne instrumenty finansowe</li> <li>▶ Instrumenty fiskalne</li> </ul>
Funkcje	Monetarna	Prywatny system monetarny	Bank centralny
	Kapitałowo-redystrybucyjna	Przepływy kapitałowe	Przepływy redystrybucyjne
	Kontrolna	Władanie ekonomiczne	Kontrola finansowa

Źródło: [Polański, 2008, s. 56].

Ostatni kryzys finansowy uwypuklił także relacje między rynkowym systemem finansowym a publicznym systemem finansowym oraz między sferą finansową a sferą realną (rys. 1.2).





**Rysunek 1.2.** Współzależność stabilności sektora bankowego, finansów publicznych oraz gospodarki

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Shambaugh, 2012].

Oddziaływanie między sferą realną a systemem finansowym jest dwukierunkowe, w szczególności ważne są powiązania z sektorem bankowym. Z jednej strony, stabilność finansowa jest uzależniona od sytuacji w sferze realnej. Kondycja gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw determinuje ich zdolności do terminowej spłaty zobowiązań wobec banków. W przypadku gdy podmioty te mają problemy ze spłatą zaciągniętych kredytów, banki ponoszą straty, co wpływa destabilizująco na system finansowy. Z drugiej strony, ze względu na funkcję finansowania gospodarki banki oddziałują także na sferę realną. Dopływ kredytu do gospodarki pozwala na zwiększanie konsumpcji, inwestycji i produkcji, pobudzając wzrost gospodarczy, natomiast ograniczenia podaży kredytu hamują te procesy i mogą się przyczynić do długotrwałej recesji.

Podobnie sytuacja sektora finansów publicznych wpływa licznymi kanałami na kondycję systemu finansowego. Na szczególną uwagę zasługują istniejące powiązania między państwem (rządem) a instytucjami finansowymi, głównie bankami (tzw. sprzężenie zwrotne). W przypadku słabej sytuacji fiskalnej pogorszeniu ulega

wiarygodność kraju (jako emitenta dłużnych papierów skarbowych) i jego rating. Powoduje to, że spada także rating banku (rating banku nie jest nigdy wyższy od ratingu kraju, w którym ma on swoją siedzibę). Ponadto negatywnie oceniana jest zdolność do wsparcia przez państwo banków w przypadku kryzysu. Wszystkie te czynniki powodują wzrost kosztów finansowania się banków. Oprócz tego spadek wartości dłużnych papierów skarbowych generuje straty w bilansie banków, osłabiając ich kondycję finansową. Problemy finansowe banków mogą stanowić zagrożenie o charakterze systemowym i zachwiać stabilnością całego rynkowego sektora finansowego. W takiej sytuacji konieczne jest skierowanie znacznych środków publicznych na jego wsparcie, a wręcz ratowanie. Jednakże działania takie nie pozostają bez negatywnych konsekwencji. Zbytne nadwyżenie kondycji finansów publicznych może spowodować, że początkowo bankowy kryzys finansowy przeistoczy się w kryzys zadłużeniowy. Mechanizm ten można było obserwować w ostatnich latach w niektórych krajach UE (np. Irlandia, Portugalia, Hiszpania czy Cypr).

## **1.2. Stabilność rynkowego systemu finansowego**

### **1.2.1. Pojęcie, istota i znaczenie stabilności rynkowego systemu finansowego**

Specyfika rynkowego systemu finansowego określa istotę i znaczenie jego stabilności. Cechą określającą ową specyfikę jest to, iż obejmuje on cztery podstawowe ogniwa: instytucje finansowe, rynki finansowe, instrumenty finansowe i zasady, według których działają te trzy pierwsze elementy, oraz świadczy usługi pozwalające na tworzenie i krążenie siły nabywczej w gospodarce [Polański, 2008, s. 17]. To zaś umożliwia mu spełnienie (poza wymienionymi wyżej funkcjami systemu finansowego, tj. funkcją monetarną, kapitałowo-redystrybucyjną i kontrolną) funkcji zarówno strategicznej z punktu widzenia efektywności funkcjonowania gospodarki i jej podmiotów, a polegającej na skutecznym oddziaływaniu na obniżanie kosztów transakcji, jak i szczegółowych zadań dotyczących emisji i kreacji pieniądza oraz regulacji jego podaży, funkcjonowania całego systemu płatniczego, sprawnego i niezakłóconego działania mechanizmu przepływu środków finansowych między podmiotami gospodarczymi oraz alokacji czynników wytwórczych i motywacji do wykorzystania wolnych funduszy.

Biorąc pod uwagę nasze dotychczasowe rozważania nad stabilnością systemu finansowego, można stwierdzić, iż pojęcie stabilności rynkowego systemu finansowego wiąże się ściśle z kryteriami pozwalającymi na określenie stabilności całego systemu finansowego, a szczególnie ze stanem realizacji funkcji prywatnego systemu finansowego, jego odpornością na szok zewnętrzny i możliwością przewy-

ciężania go, utrzymaniem zaufania, wiarygodności i przejrzystości działania całego systemu i poszczególnych jego elementów, oraz z pozytywnym wpływem systemu na rozwój gospodarczy.

Dostosowanie rynkowego systemu finansowego do współczesnych wymogów stabilizacyjnych gospodarki, oczekiwań płynących ze sfery realnej oraz potrzeb zgłaszanych przez jednostki gospodarcze i społeczeństwo sprzyja nie tylko poprawie bezpieczeństwa systemu finansowego, ale także stanowi podstawę długoterminowego i efektywnego rozwoju gospodarczego.

Wskazane właściwości rynkowego systemu finansowego dotyczą całego procesu jego oddziaływania na efektywną alokację i wykorzystanie zasobów finansowych, a w rezultacie również rzeczowych. Proces ten można opisać w sposób następujący. Instytucje finansowe – kierując się kryterium rynkowym i zaufania publicznego, funkcjonując na poszczególnych segmentach rynku finansowego – wykorzystują w swojej statutowej działalności instrumenty finansowe (będące szczególnego typu zobowiązaniami finansowymi) pozwalające na realizację określonych czynności (operacji) i oferowanie usług (produktów finansowych) zgodnie z przyjętymi zasadami, będącymi efektem regulacji prawnych (krajowych i międzynarodowych), a także tradycji ukształtowanej w wyniku kilkusetletniej działalności w warunkach gospodarki rynkowej. Szczególnym problemem związanym z funkcjonowaniem instytucji finansowych na rynkach finansowych jest to, że zarówno instytucje, jak i rynki finansowe są bardzo wrażliwe na dokonywane w różnej skali i z różnych przyczyn zmiany cen instrumentów finansowych, często mających charakter szokowy. Świadczy to o dużej podatności rynków finansowych na niestabilność w sferze kształtowania się owych instrumentów. Oczywiście w praktyce można się również spotkać z sytuacją braku stabilności w funkcjonowaniu instytucji i rynków finansowych (również o różnej skali i z różnych przyczyn) i ich negatywnym oddziaływaniem na ceny produktów i usług finansowych. Źródłem tego typu zaburzeń stabilności w funkcjonowaniu wymienionych elementów i całego rynkowego systemu finansowego są głównie negatywne konsekwencje zjawiska asymetrii informacji polegającej na kształtowaniu się nierównych pozycji uczestników rynku finansowego w możliwościach skorzystania z dostępnej informacji dotyczącej przeprowadzanych transakcji. Ze wskazanymi źródłami niestabilności rynkowego systemu finansowego wiążą się ściśle, równie niebezpieczne jak asymetria informacji, zjawiska negatywnej selekcji oraz pokusy nadużycia. Pierwsze jest związane z możliwością wyboru niewłaściwego, zbyt ryzykownego kontrahenta. Drugie (pokusa nadużycia), występujące już po zawarciu transakcji, dotyczy braku dostatecznej dbałości o powierzone środki finansowe. Tego typu zjawiska, a ściślej rzecz ujmując, ich negatywne konsekwencje dla stabilności rynkowego systemu finansowego wymuszają tworzenie określonych regulacji (o charakterze mikro- i makroostrożnościowym) funkcjonowania całego rynkowego systemu finansowego i jego poszczególnych elementów. Jednym z kluczowych warunków tworzenia skutecznych

i pozytywnie oddziałujących na stabilność rynkowego systemu finansowego regulacji jest znajomość determinant tej stabilności.

### **1.2.2. Determinanty stabilności rynkowego systemu finansowego**

Stan rynkowego systemu finansowego, tzn. czy jest stabilny, czy niestabilny, jest uzależniony od wielu zróżnicowanych czynników o charakterze mikro- i makroekonomicznym, endo- i egzogenicznym, jak również krajowych i globalnych. Czynniki te można z jednej strony postrzegać jako determinanty stabilności finansowej, a z drugiej jako źródła niestabilności finansowej. W literaturze szereg autorów podejmuje próby wskazania pewnego zestawu takich determinant. Przykładowo rozróżniają uwarunkowania stabilności finansowej w podziale na makroekonomiczne i mikroekonomiczne. Do pierwszej grupy zaliczają m.in. stabilizującą politykę gospodarczą, będącą wypadkową prowadzonej polityki fiskalnej, monetarnej i strukturalnej. Natomiast do czynników mikroekonomicznych kwalifikują strukturę i funkcjonowanie rynku, które zależą od istniejącego systemu prawnego, sieci bezpieczeństwa finansowego, dyscypliny rynkowej, nadzoru właścicielskiego oraz wiarygodności i przejrzystości [Kiedrowska, Marszałek, 2002, s. 24]. Z kolei Niedziółka [2010, s. 90] na podstawie badań Schinasi dokonuje podziału źródeł niestabilności finansowej na endogeniczne (wewnętrzne) i egzogeniczne (zewnętrzne). Wśród wewnętrznych determinant wyróżnia on czynniki instytucjonalno-makroekonomiczne, ryzyko związane z funkcjonowaniem rynku i ryzyko związane z infrastrukturą. Do czynników zewnętrznych zalicza ryzyko makroekonomiczne oraz zdarzenia, tj. katastrofy naturalne lub wydarzenia polityczne.

Spośród czynników o charakterze makroekonomicznym największe oddziaływanie na stabilność systemu finansowego mają sytuacje w sferze realnej oraz jakość prowadzonej polityki fiskalnej i pieniężnej, a także relacje między nimi. Czynniki ten najczęściej rozpatruje się w wymiarze krajowym, przy czym w przypadku polityki pieniężnej istotne są także zmiany zachodzące na rynkach globalnych oraz polityka zagranicznych banków centralnych.

Istniejące interakcje między stabilnością cen a stabilnością finansową sprawiają, że polityka pieniężna także wpływa na stabilność systemu finansowego. Głównym zadaniem współczesnych banków centralnych jest dbanie o stabilny poziom cen, jednakże jego realizacja może zaburzyć stabilność finansową. Przykładem jest sytuacja, w której niski i stabilny poziom inflacji oraz stóp procentowych utrzymywany jest długoterminowo. Doświadczenia globalnego kryzysu finansowego wyraźnie pokazują, że środowisko niskich i stabilnych stóp procentowych nie jest warunkiem wystarczającym do utrzymania stabilności finansowej. Co więcej, wydaje się, iż długotrwałe utrzymanie niskich stóp procentowych i stabilna inflacja mogą

w istocie generować niestabilność finansową [Smets, 2014, s. 264]. Z jednej strony, niskie stopy procentowe determinują niższe koszty kredytów, co powoduje, że przy braku dodatkowych obostrzeń regulacyjnych stają się bardziej dostępne. Na wzrost popytu na kredyty banki odpowiadają zwiększaniem akcji kredytowej. Z drugiej strony, niski poziom stóp procentowych implikuje także niski poziom oprocentowania standardowych depozytów oraz lokat bankowych, a to powoduje, że uczestnicy rynku zaczynają poszukiwać nowych możliwości inwestowania nadwyżek środków finansowych przynoszących wyższy zysk, ale generujących także większe ryzyko. W efekcie przez kanał ryzyka akumulują się w systemie finansowym nierównowaga i ryzyko systemowe. Skutki pęknięcia bąbla spekulacyjnego przenoszą się ze sfery finansowej na realną gospodarkę, powodując recesję. Analiza historii kryzysów finansowych, w szczególności kryzysów bankowych, wskazuje, iż niestabilny boom kredytowy jest jedną z najczęstszych przyczyn niestabilności finansowej [Laeven, Valencia, 2012, s. 10].

Rozważania te wskazują na potrzebę prowadzenia także nadzoru w wymiarze makroostrożnościowym, który się koncentruje na całym systemie finansowym, uwzględniając istniejące interakcje między jego poszczególnymi elementami. W ramach nadzoru makroostrożnościowego identyfikowane jest ryzyko nadzoru systemowego, którego materializacja może wywołać poważne negatywne konsekwencje dla systemu finansowego i gospodarki realnej. Przeprowadzane analizy makroostrożnościowe uwzględniają powiązania i zależności występujące między poszczególnymi instytucjami finansowymi oraz rynkami, a także oddziaływania między systemem finansowym a sferą realną. Dzięki systemowemu spojrzeniu nadzór makroostrożnościowy identyfikuje ryzyko akumulujące się w systemie finansowym, którego nie jest w stanie dostrzec nadzorca mikroostrożnościowy. Nadzór makroostrożnościowy stanowi istotną zmianę jakościową w podejściu do nadzoru finansowego, ale należy wyraźnie zaznaczyć, iż jest on komplementarny, a nie substytucyjny wobec nadzoru mikroostrożnościowego. Istotną rolą nadzoru makroostrożnościowego jest stosowanie z odpowiednim wyprzedzeniem w reakcji na zidentyfikowane zagrożenie stabilności finansowej odpowiednich narzędzi makroostrożnościowych (np. antycykliczny bufor kapitałowy, ograniczenia wskaźników LTV, DTI)<sup>1</sup>.

Do utrzymania stabilnego rynkowego systemu finansowego równie ważne są także czynniki o charakterze mikroekonomicznym, takie jak struktura systemu finansowego i zasady jego funkcjonowania, a także sprawnie działająca sieć bezpieczeństwa finansowego<sup>2</sup> i regulacje ostrożnościowe.

---

<sup>1</sup> Kategoryzacja i przegląd głównych narzędzi makroostrożnościowych są dostępne w: [Dobrzańska, 2012a, s. 37–52].

<sup>2</sup> Więcej na temat elementów sieci bezpieczeństwa finansowego, w tym nadzoru makroostrożnościowego, w rozdziale 2.

Kraje o wysokim udziale kapitału zagranicznego w sektorze bankowym (tzw. kraje goszczące) mają mniejszy wpływ na niektóre obszary działalności banków oraz są narażone na ryzyko powstające poza granicami ich jurysdykcji<sup>3</sup>. Wynika to z faktu, że lokalne banki będące spółkami zależnymi (w formie filii lub oddziałów) zagranicznych podmiotów dominujących (tzw. banki-matki) muszą się dostosować do polityki centrali (np. w kwestii zarządzania płynnością bądź ryzykiem). Ponadto kondycja podmiotów zależnych jest także uzależniona od sytuacji finansowej banku-matki. Istotne zagrożenie występuje w przypadku, gdy dominującym modelem finansowania banku lokalnego jest strategia finansowania zagranicznego, tzn. największy udział w strukturze finansowania mają zobowiązania wobec podmiotu dominującego. Taki model finansowania znacznie naraża bank kraju goszczącego na ryzyko koncentracji oraz uzależnienia od sytuacji banku-matki. W przypadku gdy podmiot dominujący ma trudną sytuację finansową, może nastąpić transfer zysków ze spółek-córek do tego podmiotu w celu poprawy jego własnej kondycji, alternatywnie może się on zdecydować na zbycie spółki-córki, mimo iż jest „zdrowa i bezpieczna”. Problemy banku-matki przenoszą się także na jej spółki zależne przez obniżki ratingu i wzrost kosztów finansowania, a w skrajnych przypadkach przez utratę zaufania.

Zarówno nadmiar, jak i niedobór konkurencji na rynku bankowym są niepożądane. Zbyt wysoki poziom konkurencji może prowadzić do zaciętej walki o klienta przez obniżanie standardów kredytowych i podejmowanie zwiększonego ryzyka kredytowego przez banki. Z kolei, jak zauważa Ostalecka [2009, s. 31], niski poziom konkurencji wpływa na osłabienie dyscypliny rynkowej (klienci mają ograniczoną możliwość wyboru banku) oraz spadek efektywności działania banków. Koncentrację w sektorze bankowym wskazującą na poziom konkurencji mierzy się z reguły wskaźnikiem CR5, który ilustruje udział w aktywach sektora bankowego pięciu największych banków w danym kraju. Często stosuje się także wskaźnik Herfindahla-Hirschmana (HHI), będący sumą kwadratów udziałów w rynku poszczególnych banków komercyjnych, odpowiednio w kredytach brutto, aktywach lub depozytach. Wyniki badań [Schaeck i in., 2006] pokazują, iż wysoki stopień konkurencji w sektorze bankowym (tj. niska koncentracja) ogranicza ryzyko systemowe. Wynika z tego, że większy poziom koncentracji (tj. niski stopień konkurencji) może powodować wzrost ryzyka destabilizacji wywołanego problemami pojedynczej, ale dużej instytucji. Problematyka ta wiąże się z występowaniem tzw. banków systemowo ważnych (ang. *systemically important banks*, SIBs), które pełnią funkcje krytyczne w systemie finansowym i gospodarce.

---

<sup>3</sup> W Unii Europejskiej typowymi krajami macierzystymi są np. Niemcy, Francja, Włochy, Hiszpania, Portugalia czy Holandia, gdzie krajowe banki stanowią ponad 80% aktywów sektora bankowego. Z drugiej strony, krajami typowo goszczącymi, w których udział banków krajowych jest niski, są kraje Europy Środkowo-Wschodniej, tj. Polska, Czechy, Węgry, Łotwa.

Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego proponuje identyfikować systemowo ważne banki, opierając się na metodologii bazującej na zestawie wskaźników (ang. *indicator-based measurement approach*). Wskaźniki te są podzielone na pięć grup odzwierciedlających kluczowe znaczenie banku dla systemu finansowego i gospodarki: (1) rozmiar, (2) działalność transgraniczna, (3) wzajemne powiązania z systemem finansowym, (4) zastępowalność usług, (5) złożoność. Każda z kategorii jest tak samo ważna, co ilustruje przyznanie im równych wag (tj. 20%). Banki mogą być zatem zbyt duże (ang. *too big to fail*), zbyt złożone (ang. *too complex to fail*) lub zbyt powiązane z systemem finansowym lub gospodarką (ang. *too interconnected to fail*), aby można było pozwolić im upaść. Jednakże w przypadku systemowo ważnych banków kluczową kwestią są pełnione przez nie funkcje krytyczne, których zaburzenie może spowodować poważne negatywne skutki dla systemu finansowego lub gospodarki. W przypadku banków do funkcji krytycznych można zaliczyć udzielanie kredytów, przyjmowanie depozytów czy prowadzenie rozliczeń w systemach płatniczych [Financial Stability Board, 2013, s. 7]. Istnienie banków systemowo istotnych zaburza konkurencję, osłabia dyscyplinę rynkową i wzmacnia ryzyko pokusy nadużycia, szczególnie ze względu na istnienie tzw. dorozumianych gwarancji rządowych (ang. *implicit guarantees*) i przyjęcie założenia, że w sytuacji kryzysowej rząd wesprze ze środków publicznych taki bank ze względu na fakt, iż jego upadek miałby konsekwencje systemowe. Powoduje to, że SIBs odnoszą istotne korzyści ze swojego statusu, np. w postaci niższych kosztów finansowania. Jednocześnie nie mają bodźców do ograniczania ryzykownego zachowania, a wręcz przeciwnie, są do tego zachęcane, gdyż ewentualne koszty ich ratowania poniesie podatnik. Stąd też w celu rozwiązania tego problemu Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego przedstawił koncepcję, w której banki systemowo ważne są identyfikowane, a następnie nakładane są na nie dodatkowe wymogi kapitałowe (w postaci bufora kapitałowego), przez co zwiększa się ich zdolność do absorpcji strat, co ma służyć ograniczeniu negatywnych skutków ich ewentualnego upadku [Basel Committee on Banking Supervision, 2013].

Można stwierdzić, że w znacznym stopniu na stabilność finansową oddziałują także rozwiązania instytucjonalne, do których zaliczamy przede wszystkim sieć bezpieczeństwa finansowego, stanowiącą zespół instytucji publicznych oraz regulacji mających na celu przyczynianie się do utrzymania stabilnego i bezpiecznego systemu finansowego (szerzej na ten temat w rozdz. 2). Działania na rzecz stabilności finansowej są podejmowane indywidualnie przez każdą z instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego, jak również wspólnie przez te instytucje, np. na etapie rozwiązywania sytuacji kryzysowej. Szczególnie istotną rolę w sieci bezpieczeństwa finansowego pełni bank centralny, którego rola w wyniku kryzysu finansowego uległa wzmocnieniu (szerzej na ten temat w rozdz. 3). Sieć bezpieczeństwa finansowego należy rozpatrywać nie tylko z perspektywy krajowej, ale i międzynarodowej. Kluczową rolę odgrywają tu międzynarodowe instytucje finansowe, tj. Międzyna-

rodowy Fundusz Walutowy, Bank Światowy czy Europejski Bank Inwestycyjny (szerzej na ten temat w rozdz. 4). Działania instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego są szczególnie widoczne na etapie zarządzania kryzysowego, kiedy konieczne może się okazać wykorzystanie środków publicznych w celu ratowania stabilności finansowej (szerzej na ten temat w rozdz. 5).

### 1.2.3. Mierniki stabilności rynkowego systemu finansowego

Trudności z jednoznacznym zdefiniowaniem stabilności finansowej, wieloaspektowość tego zjawiska, jak również mnogość czynników na nie wpływających powodują, że pomiar stabilności finansowej jest zadaniem niezwykle trudnym i ambitnym. W istocie nie można wskazać jednego miernika, który informowałby, czy system finansowy jest stabilny, czy niestabilny. Literatura poświęcona metodom pomiaru stabilności systemu finansowego jest znaczna, przy czym jej główny rozwój nastąpił w ostatnich dwóch dekadach, co było pochodną większego zainteresowania tematyką stabilności finansowej. Pomimo intensywnych prac w tym obszarze nie można wskazać jednego syntetycznego miernika, który mógłby posłużyć jako choćby przybliżona miara oceny stanu stabilności finansowej. Działania podejmowane w zakresie pomiaru stabilności finansowej wynikają z dążenia do stworzenia systemu wczesnego ostrzegania przed kryzysem finansowym [Próchniak, Wasiak, 2014, s. 59]. Stąd też mierniki te powinny informować o możliwych zagrożeniach dla stabilności finansowej (funkcja alarmująca, wyprzedzająca), a nie tylko ukazywać stan historyczny.

Proste wskaźniki stabilności finansowej są najbardziej przejrzystym sposobem pomiaru, w ramach którego parametry mikroekonomiczne są agregowane na poziomie makro [Niedziółka, 2010, s. 122]. Analizowane wskaźniki dotyczą zarówno sektora finansowego, jak i realnego (gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa), co odzwierciedla dwukierunkową zależność między stanem w sektorze realnym a stabilnością systemu finansowego. Na podstawie przeglądu literatury dwaj autorzy [Gadanez, Jayaram, 2009, s. 367–369] podzielili wskaźniki proste na sześć kategorii (tab. 1.3).

Najczęściej do oceny sytuacji w rynkowym systemie finansowym wykorzystuje się wskaźniki stabilności finansowej (ang. *Financial Soundness Indicators*, FSIs) opracowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy<sup>4</sup>. W związku z globalnym kryzysem finansowym podjęto decyzję o aktualizacji wykazu tych wskaźników, w wyniku czego dodano 19 nowych zmiennych, a 5 usunięto z listy. Zatem obecnie FSIs składają się z 17 kluczowych wskaźników (tab. 1.4) oraz 35 dodatkowych

---

<sup>4</sup> Wskaźniki te są brane pod uwagę przez MFW podczas programu oceny sektora finansowego (ang. *Financial Sector Assessment Program*, FSAP).



wskaźników [IMF, 2013b]. Rewizja listy wskaźników stabilności finansowej miała na celu:

- ▶ w odniesieniu do sektora bankowego – uwzględnienie zmian regulacyjnych wprowadzonych przez Bazyleę III, w szczególności w zakresie adekwatności kapitałowej i płynności,
- ▶ lepsze uchwycenie ryzyka systemowego powstającego poza sektorem bankowym, przez dodanie wskaźników dotyczących funduszy rynku pieniężnego, firm ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych oraz innych niebankowych instytucji finansowych.

**Tabela 1.3.** Przykładowe wskaźniki wykorzystywane do pomiaru stabilności rynkowego systemu finansowego

Kategoria	Przykładowe wskaźniki
Gospodarka realna	Dynamika PKB Poziom inflacji Poziom bezrobocia
Sektor przedsiębiorstw	Relacja długu do kapitału (tzw. dźwignia finansowa) ROE Relacja przychodów do kosztów odsetkowych i rat kapitałowych Liczba upadłości w sektorze przedsiębiorstw
Sektor gospodarstw domowych	Aktywa finansowe gospodarstw domowych Zadłużenie gospodarstw domowych do PKB Dochód rozporządzalny netto gospodarstw domowych Relacja przychodów gospodarstw domowych do wydatków konsumpcyjnych oraz obsługi zadłużenia
Uwarunkowania zewnętrzne	Realny kurs walutowy Rezerwy walutowe Niedopasowanie pod względem zapadalności ( <i>maturity mismatch</i> ) Niedopasowanie pod względem walut ( <i>currency mismatch</i> )
Sektor finansowy	Realne stopy procentowe Dynamika wzrostu kredytu Wskaźnik dźwigni finansowej Adekwatność kapitałowa Poziom NPL
Rynki finansowe	Zmiany indeksów cen akcji Premia CDS dla obligacji rządowych Spready kredytowe

Źródło: [Gadanecz, Jayaram, 2009, s. 367–369].

Na uwagę zasługuje także fakt, iż w zestawie kluczowych wskaźników umieszczono ceny nieruchomości mieszkalnych (dynamika w ciągu ostatnich 12 miesięcy), które wcześniej znajdowały się na liście dodatkowej. Zmiana ta wynika z rosnącej roli sektora nieruchomości w zakresie stabilności finansowej.