

Krystyna Mitręga-Niestrój

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

NIESTABILNOŚĆ FINANSOWA I JEJ ŹRÓDŁA WE WSPÓŁCZESNYM ŚWIECIE

Wprowadzenie

Historia światowej gospodarki i finansów to przeplatające się okresy stabilności, niestabilności i kryzysów finansowych. Nasilenie okresów niestabilności w międzynarodowym systemie finansowym, z poważnymi negatywnymi konsekwencjami dla sfery realnej, trwa właściwie od lat 80. XX w. Koniec pierwszej dekady nowego wieku to jednak czas szczególnie, gdy powszechne stało się poszukiwanie źródeł niestabilności finansowej i prób rozwiązania problemu kryzysu finansowego. Jest to ważne, gdyż krajowe systemy finansowe podlegają dziś daleko idącym zmianom, wyrażającym się m.in. w: integracji rynków finansowych w silnie zderegulowany rynek globalny, transgranicznej działalności instytucji finansowych, rozwoju globalnie zorientowanych banków i międzynarodowych konglomeratów finansowych, intensyfikacji powiązań między krajami poprzez przepływy kapitału.

Międzynarodowy system finansowy stał się tak złożony, a występujące w nim powiązania (i jego powiązania z otoczeniem) tak skomplikowane, że identyfikacja źródeł jego niestabilności jest wielkim wyzwaniem. Pokazał to szczególnie ostatni globalny kryzys finansowy. Dowiódł on również, że poszukiwanie zagrożeń dla stabilności instytucji i rynków finansowych wymaga podejścia holistycznego, zakładającego badanie zjawisk w sposób całościowy. Dodatkowym problemem jest fakt, że pojęcie niestabilności finansowej – podobnie zresztą jak stabilności i kryzysu finansowego – nie doczekało się powszechnie akceptowanych definicji. Trudności w zdefiniowaniu, a co za tym idzie i kwantyfikacji, implikują istotne problemy chociażby dla władz monetarnych czy nadzorczych.

Celem opracowania jest po pierwsze – przedstawienie funkcjonujących w literaturze definicji niestabilności finansowej, po drugie – scharakteryzowanie wybranych koncepcji niestabilności finansowej w ujęciu teoretycznym oraz po trzecie – próba identyfikacji endogenicznych i egzogenicznych źródeł niestabil-

ności finansowej. Należy podkreślić, że wiele przedstawionych w artykule problemów ma charakter dyskusyjny, trudny do jednoznacznego zdefiniowania, niektóre ważne wątki jedynie zasygnalizowano i stanowią one punkt wyjścia dla przyszłych badań. Problem niestabilności finansowej jest bowiem jedną z najbardziej złożonych kwestii współczesnych finansów.

1. Niestabilność finansowa – próba definicji

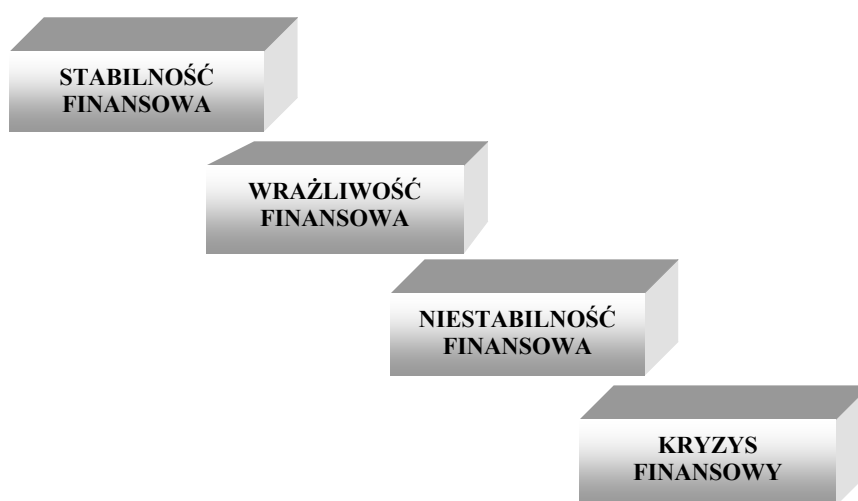
W literaturze powszechnie analizuje się problemy stabilności finansowej i kryzysu finansowego, mniej miejsca poświęcając kwestii niestabilności finansowej. W przypadku wszystkich tych trzech terminów trudno jednak o powszechnie akceptowane definicje. Główny tok rozważań będzie dotyczył problemu niestabilności finansowej, warto jednak na początku wspomnieć definicje stabilności finansowej – na przykładzie podejścia A. Crocketta oraz T. Paddoa-Schioppa. Pierwszy z nich, opisując stabilność systemu finansowego, analizuje stabilność dwóch jego najważniejszych elementów – instytucji finansowych i rynków finansowych. Ze stanem stabilności instytucji finansowych mamy do czynienia wówczas, gdy mogą one wypełniać swoje umowne zobowiązania bez przerw, bez przeszkód i bez konieczności pomocy z zewnątrz, zaś stabilność rynków finansowych jest utożsamiana ze stabilnością cen aktywów. Według drugiego z autorów system finansowy cechuje stabilność, jeżeli jest on w stanie wytrzymać szoki i nie dopuścić do pojawienia się skumulowanych procesów wpływających niekorzystnie na alokację oszczędności w inwestycje oraz przeprowadzania płatności w gospodarce¹. Można również nierzadko spotkać w literaturze bardzo uproszczone ujęcie stabilności finansowej, określające ją jako stan systemu finansowego, w którym nie występuje kryzys finansowy². Zgodnie z powyższym, stabilność finansowa jest tożsama z brakiem kryzysu finansowego, a brak stabilności finansowej – z kryzysem finansowym. Takie podejście oznaczałoby, że między stanem stabilności systemu finansowego a kryzysem nie występuje żaden stan pośredni. Nie jest to jednak prawda, gdyż ten stan to niestabilność finansowa, której zostaną poświęcone dalsze rozważania. Wcześniej jednak warto również odnieść się do pojęcia kryzysu finansowego, które podob-

¹ T. Paddoa-Schioppa: Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in between. Second ECB Central Banking Conference: „The Transformation of the European Financial System”, 24 and 25 October 2002, EBC, Frankfurt am Main 2002, s. 20.

² Zob. np. J. Fidrmuc, F. Schardax: Increasing Integration of Applicant Countries into International Financial Markets: Implications for Monetary and Financial Stability. Bank for International Settlements, Conference Papers No. 8, March 2000, s. 92.

nie jak stabilność finansowa, jest definiowane bardzo różnorodnie. Można przyjąć, że kryzys finansowy to kryzys systemu finansowego, a zatem kryzys rynków i instytucji finansowych, który przejawia się m.in. nagłym i znacznym spadkiem cen aktywów rynków finansowych oraz utratą płynności bądź wypłacalności wielu podmiotów sektora finansowego, wskutek znaczącego udziału nieściągalnego zadłużenia w ogólnej kwocie wierzytelności³.

Pomiędzy stanem stabilności finansowej a kryzysem, jak już stwierdzono, może występować stan niestabilności finansowej. W literaturze można również spotkać podejście, że stabilność od kryzysu dzielą nawet dwa stany – finansowej wrażliwości (*financial fragility*) i niestabilności (rys. 1)⁴.



Rys. 1. Od stabilności do kryzysu finansowego

W takim ujęciu stan wrażliwości finansowej oznacza, że system finansowy cechuje wzrost wrażliwości na zagrożenia, ale system jest w stanie wypełniać swoje funkcje, natomiast w stanie niestabilności te wrażliwości zaczynają zakłócać proces dostarczania usług finansowych. Niestabilne są instytucje i rynki finansowe – niestabilność instytucji finansowych oznacza stan, w którym nie mogą one wypełniać funkcji do jakich zostały powołane, zaś niestabilność rynków finansowych wiąże się z taką fluktuacją cen aktywów, którą trudno wyjaśnić, przewidzieć i prognozować na podstawie informacji fundamentalnych. Kryzys

³ Zob. W. Grabowski: Współczesne kryzysy finansowe i próby ich przezwyciężenia – rola systemu regulacji finansowych. „Bezpieczny Bank” 1998, nr 4, s. 72.

⁴ Zob. E. Tymoigne: Early Warnings of Financial Instability. A Financial Fragility Index in a Minskian Approach. Veblen Institute for Economic Reforms, January 2012, s. 2 i n.

finansowy natomiast, który jest swoistą kulminacją niestabilności oznacza, że system finansowy przestaje wypełniać swoje funkcje. Jest to jednak jedno z podejść do problemu niestabilności finansowej. Warto dokonać przeglądu podstawowych definicji tego pojęcia, które pojawiają się w literaturze.

Jedną z najprostszych definicji niestabilności finansowej proponuje A. Crockett – dla niego niestabilność jest po prostu brakiem stabilności⁵. Autor ten rozwija jednak dalej tę kwestię i stwierdza, że jest to taka sytuacja, w której zmiany cen aktywów finansowych lub niezdolność instytucji finansowych do spłaty zobowiązań oddziałują negatywnie na wyniki gospodarcze. Crockett zwraca uwagę m.in. na to, że aby powyższa niestabilność systemu finansowego stała się problemem dla polityki gospodarczej, musi mieć mierzalne skutki dla sytuacji gospodarczej (dla aktywności w sferze realnej lub stopy inflacji), wywołane przez nią zakłócenia w gospodarce muszą mieć charakter *ex ante* oraz że niestabilność może objawiać się zarówno we wzroście wrażliwości pośredników finansowych, jak i nadmiernej zmienności cen aktywów finansowych⁶.

Na skutki dla gospodarki w swojej definicji niestabilności zwraca także uwagę J. Chant, który definiuje niestabilność finansową jako warunki panujące na rynkach finansowych, które szkodzą lub mogą zaszkodzić sytuacji gospodarczej poprzez ich oddziaływanie na funkcjonowanie systemu finansowego. Uważa ponadto, że skutki niestabilności finansowej mogą manifestować się, co jest szczególnie niekorzystne, w ograniczeniu dostępu do finansowania dla gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i podmiotów sfery publicznej⁷.

Według F.S. Mishkina niestabilność finansowa pojawia się, gdy szoki w systemie finansowym zakłócają przepływ informacji, tak że system ten nie może dłużej wypełniać jego głównej funkcji, polegającej na efektywnej alokacji oszczędności w inwestycje⁸. Powyższa definicja kładzie nacisk na rolę systemu finansowego jaką jest pośredniczenie w dostarczaniu kapitału dla sfery realnej gospodarki oraz znaczenie problemu asymetrii informacji dla pojawienia się niestabilności finansowej. Należy podkreślić, że szoki w systemie finansowym wywołują tak dużą asymetrię informacji, że zawieranie transakcji finansowych staje się bardzo utrudnione bądź niemożliwe, co będzie miało negatywne konsekwencje również dla podmiotów niefinansowych.

⁵ G.J. Schinasi: *Defining Financial Stability*. IMF Working Paper WP/04/187, s. 13.

⁶ A. Crockett: *The Theory and Practice of Financial Stability*. „*The Economist*” 1996, Vol. 144, No. 4, s. 2.

⁷ G.J. Schinasi: *Op. cit.*, s. 13.

⁸ F.S. Mishkin: *The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers*. Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City 1997, s. 62.

Według kolejnego z autorów – Ph. Davisa – niestabilność finansowa oznacza po prostu zwiększenie ryzyka wystąpienia kryzysu finansowego⁹. Autor ten podkreśla znaczenie ryzyka systemowego, czyli ryzyka tego, że problemy w jednym segmencie systemu mogą, poprzez wystąpienie efektów: domina i zarażenia informacyjnego¹⁰, przenieść się na inne segmenty, a nawet cały system. Ryzyko systemowe jest zagrożeniem dla stabilności całego systemu finansowego, z konsekwencjami również dla sfery realnej.

R. Ferguson uważa z kolei, że niestabilność finansową charakteryzują trzy istotne cechy: po pierwsze – ceny kilku ważnych klas aktywów finansowych odbiegają znacznie od fundamentów, po drugie – funkcjonowanie rynku oraz dostępność kredytu na poziomie krajowym i najprawdopodobniej międzynarodowym są w znacznym stopniu zaburzone oraz po trzecie – wydatki zagregowane znacznie odbiegają (lub prawdopodobnie będą odbiegać) poniżej lub powyżej zdolności produkcyjnych gospodarki¹¹.

Analizując podejścia do problemu niestabilności finansowej nie sposób pominąć koncepcji przedstawionej przez H. Minskiego, według której podstawą niestabilności finansowej jest stwierdzenie, że gospodarka rynkowa jest systemem finansowym, a jej dynamika po okresie prosperity prowadzi do powstania takich struktur finansowych, które są podatne na deflację, załamanie wartości aktywów, jak również głęboką depresję. Zwiększanie się niestabilności prowadzi do kruchości – wzrostu wrażliwości systemu finansowego, co oznacza, że system może reagować nieproporcjonalnie na stosunkowo nawet słabe bodźce¹². Minsky uważał ponadto, że niestabilność jest immanentną cechą kapitalizmu. Przyczyny niestabilności finansowej przedstawione przez Minsky'ego zostaną omówione w dalszej części rozważań.

Z powyższej analizy wybranych definicji niestabilności finansowej wynika, że autorzy zwracają w nich szczególną uwagę na powiązania sfery finansowej ze sferą realną i negatywne następstwa zaburzeń w systemie finansowym dla go-

⁹ Ph. Davis: *Towards a Typology for Systemic Financial Instability*. Economics and Finance Working Papers, Brunel University, London 2003, s. 2.

¹⁰ M. Hellwig wskazuje na występowanie efektu domina poprzez stosunki umowne i ceny aktywów, natomiast przykładem efektu zarażenia informacyjnego jest sytuacja, gdy inwestorzy obserwując problemy jednej instytucji, wnioskuje, że problemy mogą mieć i inne instytucje, co doprowadza do wycofywania z nich środków finansowych. Zob. M. Hellwig: *Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-mortgage Financial Crisis*. Reprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn 2008/43, s. 48.

¹¹ Jr J.W. Ferguson: *Should Financial Stability be an Explicit Central Bank Objective?* W: *Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views*, BIS Papers No 18, Bank for International Settlements 2003, s. 7.

¹² L. Kąsek, M. Lubiński: *Hyman Minsky – wczoraj i dziś*, <http://we.vizja.pl/en/download-pdf/volume/4/issue/1/id/138>, s. 9.

spodarki. Podkreślają to m.in. C. Borio i W. White, którzy uważają, że z makroekonomicznego punktu widzenia niestabilność systemu finansowego jest o tyle istotna, o ile ma niepożądane skutki dla sfery realnej¹³. Zwraca uwagę na ten problem również G.J. Schinassi, stwierdzając, że można nawet wyróżnić dwie fazy: pierwszą – kiedy system finansowy wchodzi w stan niestabilności i kiedy istnieje zagrożenie zakłócenia sytuacji w gospodarce oraz drugą – gdy system finansowy jest już w stanie niestabilności, wówczas sytuacja w tym systemie oddziałuje negatywnie na gospodarkę i istnieje niebezpieczeństwo, że ta tendencja utrzyma się¹⁴.

Niestabilny system finansowy to system działający w warunkach wysokiej niepewności, a wówczas nawet oddziaływanie najmniejszych czynników może spowodować krytyczne „wychylenie”, ewolucję całego systemu w nieprzewidywalnym kierunku¹⁵, czego następstwem może być kryzys finansowy. Trzeba również zauważyć, że w stanie niestabilności zwiększa się ryzyko zerwania więzi łączących uczestników systemu finansowego i relacji łączących ich ze sferą realną. Niestabilność wzmagą brak zaufania wśród uczestników transakcji finansowych, a w konsekwencji transakcji w sferze realnej, ale i sama jest przez niego stymulowana.

Analizując problem niestabilności, warto zwrócić uwagę na fakt, że nie jest prawdą, iż system stabilny cechuje brak zmian, petryfikacja, a zmienność cechuje system znajdujący się w stanie niestabilności. Systemy finansowe podlegają przecież stałym i ciągłym zmianom, ważne jest, że system stabilny jest w stanie te zmiany przetrwać. Oczywiście charakter tych zmian nie ma znamion szoków. Stabilny, zdrowy system finansowy cechuje zatem normalna dynamika zmian. System jest niestabilny, gdy znajduje się na krawędzi załamania i, jak wskazują przytoczone wyżej definicje, jest niestabilny z funkcjonalnego punktu widzenia¹⁶. W systemie finansowym w stanie kryzysu zachodzą natomiast zmiany, które trudno przewidzieć i co najważniejsze kontrolować; konieczne są wówczas działania nadzwyczajne. Kryzys oznacza osiągnięcie stanu krytycznego – punktu zwrotnego zwanego punktem bifurkacji. To moment, w którym system finansowy stoi przed alternatywnymi rozwiązaniami (bifurkacja): może się nadal rozwijać, jednak musi sprostać problemom, które doprowadziły do kryzysu lub może załamać się i konieczna będzie jego ponowna odbudowa. Takie zachowanie ce-

¹³ C. Borio, W. White: Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes. Paper prepared for the Jackson Hole Symposium on „Monetary policy and uncertainty: Adapting to a changing economy” on 28-30 August 2003, s. 34.

¹⁴ G.J. Schinassi: Op. cit., s. 13.

¹⁵ A.W. Nowak: Podmiot, system, nowoczesność. Pisma Filozoficzne – Tom CXX. Wydawnictwo Naukowe Instytutu Filozofii, UAM, Poznań 2011, s. 137.

¹⁶ I. Even-Zohar: Teoria polisystemów. W: Przestrzenie Teorii. Red. A. Krajewska. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza, Poznań 2007, s. 367.

chuje tzw. struktury dyssypatywne, których funkcjonowanie składa się z okresów stabilności, oddzielonych od siebie tzw. bifurkacjami, które są okresami chaosu i kryzysu struktury¹⁷.

2. Źródła niestabilności – przegląd wybranych koncepcji

Przyczyn niestabilności finansowej i kryzysów poszukiwali również m.in. J.S. Mill i K. Marks. Ten pierwszy twierdził, że zasadniczą przyczyną kryzysu są problemy kredytu i jego „wielkie rozszerzenie”, kiedy tworzy się bańka spekulacyjna, a koniec boomu wywołuje „powszechną nieufność”, ograniczenie dostępności kredytu i problemy z jego spłatą; w konsekwencji kryzys w systemie finansowym przenosi się na całą gospodarkę. Marks natomiast był pierwszym ekonomistą, który uważał, że kapitalizm jest z istoty niestabilny i że sam w sobie jest kryzysem. Był ponadto przekonany, że klęska kapitalizmu jest nieunikniona – co jak na razie się nie stało, chociaż w następstwie ostatniego globalnego kryzysu finansowego, nierzadkie były opinie o „końcu kapitalizmu”.

I. Fisher z kolei – zwany ekonomistą wielkiego kryzysu – uważał, że niestabilność finansowa jest spowodowana przez dwa główne czynniki: nadmierne zadłużenie w gospodarce oraz ekstremalne ruchy cen aktywów. W okresie boomu wzrost gospodarczy, stymulowany np. innowacją technologiczną, jest finansowany głównie kredytem bankowym, co przekłada się na zwiększenie podaży pieniądza, wzrost cen i szybkość obiegu pieniądza. Gdy jednak możliwości wzrostu się wyczerpują lub następuje jakieś wyjątkowe zdarzenie (dla Fishera był to krach giełdowy z 1929 r.), ludzie zaczynają pozbywać się aktywów, których ceny spadają, a dłużnicy zaczynają masowo spłacać swoje zobowiązania. Taka sytuacja prowadzi niestety do wzrostu realnej wartości długów – spadek cen zwiększa ciężar długów. Fisher nazwał to zjawisko deflacją długu. W takich warunkach wzrasta prawdopodobieństwo niewypłacalności, a nawet bankructwa kredytobiorców. Wszystko to pogarsza znacznie jakość aktywów instytucji finansowych, a klienci banków zaczynają wycofywać zgromadzone tam środki – system finansowy stoi na skraju kryzysu bankowego, który bardzo szybko może przenieść się na sferę realną¹⁸.

¹⁷ Zob. K. Mitrega-Niestrój: Międzynarodowy system finansowy w ujęciu systemowym – jego efektywność oraz stabilność. W: Efektywność systemu finansowego. Red. A. Walasik, K. Znaniecka. „Studia Ekonomiczne” 2011, nr 63.

¹⁸ M. Abouch, A. Saidi, F. Zakaria: Financial Stability: Definitions, Theoretical Foundations and Roles of the Central Banks. „International Research Journal of Finance and Economics” 2012, Iss. 84, s. 79-80.

Tezy dotyczące niestabilności kapitalizmu jako systemu oraz jego podatności na załamania można odnaleźć również w pracach J.M. Keynesa. Twierdził on, że źródło niestabilności tkwi w systemie finansowym, a zwłaszcza w instytucjach finansowych – bankach, które stanowią podstawę funkcjonowania kapitalizmu. Sfera finansowa przyczynia się do niekontrolowanego wzrostu, który jest napędzany bo-
omem inwestycyjnym, a kredytodawcy i kredytobiorcy są powiązani skomplikowanymi zależnościami. Keynes dokonał ponadto m.in. analizy oddziaływania sił finansowych na produkcję, konsumpcję, wydajność i zatrudnienie¹⁹.

Poglądy Keynesa były krytykowane później przez monetarystów (m.in. M. Friedmana i A. Schwartz), dla których przyczyn niestabilności należy poszukiwać w polityce monetarnej i zmianach podaży pieniądza. To błędy w prowadzonej polityce pieniężnej przyczyniają się do pojawienia się niestabilności lub do wystąpienia niewielkich zakłóceń, które mogą mieć daleko idące konsekwencje. Według Schwartz jeżeli zaburzeniom w systemie finansowym nie towarzyszy obniżenie podaży pieniądza, to jest to pseudokryzys finansowy²⁰. Trzeba także nadmienić, że przyczyn niestabilności i kryzysów finansowych w niewłaściwej polityce, zwłaszcza łatwego pieniądza, ingerencji państwa i regulacjach doszukiwali się przedstawiciele szkoły austriackiej. To właśnie te czynniki, będąc przeszkodą w sprawnym funkcjonowaniu rynku, sprzyjają powstawaniu banków spekulacyjnych na rynku aktywów i kredytów, a niestabilność jest naturalną cechą kapitalizmu wynikającą z innowacji techniczno-organizacyjnych. W kapitalizmie po okresie boomu gospodarczego, napędzanego innowacjami, następuje kryzys cechujący się ostrą selekcją, w której przetrwają tylko najsilniejsze podmioty – nie jest to jednak proces destruktywny, ale zdaniem Schumpetera tzw. twórcze niszczenie²¹. Warto zauważyć, że taka oczyszczająca siła kryzysu może być pozytywna, gdy wymusza np. w przedsiębiorstwach zmiany, które bez kryzysu nie wystąpiłyby²². Twórcze niszczenie może jednak być zbyt dotkliwe dla systemu finansowego i gospodarki (i z pewnością dla popularności aktualnie rządzących elit politycznych), co powoduje konieczność interwencji państwa. Poglądy na nieodzowność i zakres tej interwencji różnią istotnie ekonomistów o poglądach liberalnych i keynesistów.

Poglądy Keynesa stały się punktem wyjścia dla rozważań H. Minskiego i jego teorii niestabilności finansowej. Minsky, poszukując przyczyn niestabilności i kryzysu, zwrócił się, za Keynesem, ku bankom i innym instytucjom finansowym,

¹⁹ N. Roubini, S. Mihm: *Ekonomia kryzysu*. Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 64-72.

²⁰ A. Crockett: *Op. cit.*, s. 4.

²¹ N. Roubini, S. Mihm: *Op. cit.*, s. 76-81.

²² Np. jak podczas ostatniego globalnego kryzysu w przypadku branży motoryzacyjnej na świecie.

a należy podkreślić, że w latach powojennych w ekonomii neoklasycznej nie uwzględniano znaczenia tego elementu systemu finansowego w powstawaniu zaburzeń w gospodarce. Centralnym punktem analizy Minskiego były kwestie związane z długiem, jego gromadzeniem, dystrybucją oraz wyceną. Podzielił on dłużników na trzy kategorie w zależności od sposobu stosowanego przez nich finansowania:

- pożyczkobiorców zabezpieczonych (hedgingowych), którzy mogą spłacić dług wraz z odsetkami z bieżących przepływów pieniężnych,
- pożyczkobiorców spekulacyjnych, którzy mogą spłacać jedynie odsetki, a dług muszą rolować, zaciągając nowy dług, aby spłacić wcześniejszy,
- pożyczkobiorców działających w systemie piramidy finansowej (schemat Ponziego), których dochody nie pokrywają ani kwoty długu, ani odsetek.

W czasie spekulacyjnego boomu, jak uważa Minsky, spada liczba pożyczkobiorców zabezpieczonych, zwiększa się natomiast tych z dwóch pozostałych grup, a wzrastające ceny aktywów skłaniają do zaciągania kolejnych długów, których obsługa jest wątpliwa. Wszystko to prowadzi do finansowej katastrofy, którą może wywołać jakieś niekorzystne wydarzenie w systemie finansowym, np. upadek banku czy ujawnienie oszustwa finansowego. W konsekwencji zagrożone mogą zostać zdrowe instytucje finansowe, a spadek cen aktywów i ograniczenia w dostępie do finansowania oddziałają negatywnie na sferę realną.

Ch. Kindleberger, który jako pierwszy podjął próbę całościowej historycznej teorii kryzysów²³, uważał, że kryzys finansowy poprzedza pięć faz. Po wyjściu z recesji gospodarka wkracza w fazę pierwszą, którą cechuje wzrost wspierany boorem kredytowym, sprzyjają temu optymistyczne oczekiwania podmiotów gospodarczych, co powoduje zwiększanie cen aktywów w fazie drugiej. Nadmiar optymizmu powoduje spadek konsumpcji i zniekształcenie krzywej konsumpcji. Faza trzecia zaczyna się, gdy podmioty gospodarcze odnotowują wzrost wskaźników zadłużenia i charakteryzuje ją spadek zaufania uczestników rynku oraz zmiana w ocenie ryzyka. Następstwem takiej sytuacji jest spadek cen aktywów, co prowadzi również do rewizji jakości zabezpieczeń instytucji finansowych. Podmioty gospodarcze starają się poprawić swoją płynność sprzedając posiadane aktywa, nawet kosztem rosnących strat – system wkracza w czwartą fazę niestabilności. W fazie piątej pogłębiająca się deflacja zwiększa realną wartość długów, co w konsekwencji wywołuje ogólną panikę i prowadzi do kryzysu finansowego, z negatywnymi skutkami dla całej gospodarki²⁴.

²³ Ch. Kindleberger: Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych. WIG-Press, Warszawa 1999.

²⁴ M. Abouch, A. Saidi, F. Zakaria: Op. cit., s. 80.

W ostatnich latach rozwój teorii gier i ekonomii podejmowania decyzji w warunkach niepewności, zaproponowały nowe podejście do problemu zachowań agentów przyczyniających się do niestabilności finansowej. Co więcej, pozwoliły na wprowadzenie bardziej mikroekonomicznego podejścia do dotychczasowych osiągnięć w obszarze teorii niestabilności.

3. Endogeniczne i egzogeniczne źródła niestabilności finansowej

Wydaje się, że identyfikując źródła niestabilności finansowej, najbardziej oczywiste jest poszukiwanie ich w systemie finansowym oraz w jego otoczeniu. W takim podejściu ważne są relacje występujące między poszczególnymi elementami systemu finansowego i jego otoczeniem, jak również fakt, że określone procesy wpływające na wzrost wrażliwości tego systemu mogą rozwijać się przez kilka bądź kilkadziesiąt lat.

Zagrożenia z „wnętrza” systemu finansowego – czyli źródła endogeniczne – to czynniki ryzyka mogące pochodzić z poszczególnych elementów systemu, a więc z instytucji finansowych, rynków finansowych lub infrastruktury. W przypadku instytucji finansowych problemy mogą pojawić się w pojedynczej instytucji i rozprzestrzenić na inne obszary systemu finansowego lub kilka instytucji może zostać dotkniętych trudnościami w tym samym czasie z uwagi na podobne ekspozycje na ryzyko. Szczególne znaczenie wśród czynników ryzyka dla stabilności systemu finansowego ma sytuacja w sektorze bankowym. Źródła niestabilności, które mogą pojawić się w instytucjach finansowych wynikają przede wszystkim ze specyfiki ich działalności oraz faktu, że funkcjonują na podstawie powierzonych środków, a ich działalność jest obciążona specyficznymi typami ryzyka. Do głównych rodzajów ryzyka związanych z pojawieniem się niestabilności systemu finansowego, mogących wynikać z funkcjonowania instytucji finansowych należy zaliczyć ryzyko finansowe: kredytowe, rynkowe, stopy procentowej, walutowe i ryzyko płynności, ponadto ryzyko: operacyjne, prawne, wiarygodności, reputacyjne, działalności (strategii biznesowej), adekwatności kapitałowej oraz słabości związane z technologią informacyjną.

Pośrednicy finansowi są szczególnie narażeni na wystąpienie problemu asymetrii informacji, która jest związana z innymi ważnymi kwestiami, takimi jak negatywna selekcja, ryzyko moralne oraz problem weryfikacji ex-post²⁵.

²⁵ Problem weryfikacji ex-post polega na tym, że inwestorzy mogą nie otrzymać całkowitych należnych im odsetek, z uwagi na to kapitałobiorcy będą chcieli ukryć wysokość rzeczywistych zysków z projektu inwestycyjnego. Zob. E. Van Damme: *Banking a Survey of Recent Microeconomic Theory*. „Oxford Review of Economic Policy” 1994, Vol. 10, No. 4, s. 18.

Asymetria informacji przejawia się np. w tym, że kapitałobiorecy są stosunkowo lepiej poinformowani na temat ryzyka i stopy zwrotu związanych z inwestycją niż kapitałodawcy. Koszt pozyskania informacji o potencjalnym projekcie, który mają finansować, dla kapitałodawców często jest zbyt wysoki w porównaniu do wielkości finansowania, ale i do prawdopodobnej wysokości stopy zwrotu. Na skutek występowania negatywnej selekcji, w warunkach wzrostu stóp procentowych, na finansowanie decydują się podmioty cechujące się gorszą sytuacją finansową, a nawet spekulanci. W związku z powyższym, finansowane będą projekty obarczone wysokim ryzykiem niepowodzenia, procesowi takiemu może towarzyszyć powiększająca się bańka na rynku aktywów (np. nieruchomości), a wzmacnia go zjawisko pokusy nadużycia. Pokusa nadużycia pojawia się, gdy istniejące ubezpieczenie ryzyka (w tym przypadku pomoc finansowa dla banków) zachęca podmioty do podejmowania jeszcze większego ryzyka (udzielania większej ilości kredytów bez oszacowania ryzyka kredytowego). Z czasem zaczyna osłabiać się zaufanie uczestników rynku do instytucji finansowych, deponeanci zaczynają wątpić w jakość portfeli kredytowych banków i wycofują depozyty. Zmusza to banki do likwidowania swoich pozycji, aby odzyskać potrzebną płynność, nawet kosztem akceptowania strat. W takich warunkach spadają ceny aktywów, a zaufanie uczestników rynku do banków jeszcze bardziej obniża się, prowadząc nawet do paniki i runów na te instytucje finansowe. W takiej sytuacji mogą zostać dotknięte zdrowe instytucje finansowe, a ich klienci obserwując rynek i tak zdecydują się na wycofanie środków finansowych. W konsekwencji sektor bankowy stanie na krawędzi kryzysu.

Z powyższymi problemami wzrostu niepewności, zmian zachowania klientów instytucji finansowych, zwłaszcza banków, w następstwie pogorszenia się jakości portfeli kredytowych, są również związane inne zjawiska, takie jak: katastrofalna krótkowzroczność (*disaster myopia*), mimetyzm (*mimicry*), problemy agencji, niekorzystne efekty zewnętrzne oraz struktura sektora bankowego. Katastrofalna krótkowzroczność, czyli mechanizm niedostrzegania możliwości katastrofy, zakłada, że istnieje pewien konkurencyjny, psychologiczny mechanizm, który w warunkach niepewności prowadzi instytucje finansowe i regulatorów do niedoszacowania ryzyka pojawienia się niestabilności finansowej oraz akceptowania skoncentrowanego ryzyka przy niskich wskaźnikach kapitałowych. Konsekwencją tego zjawiska jest silne ograniczanie akcji kredytowej, kiedy pojawia się szok w systemie finansowym²⁶. Mimetyzm jest związany z zachowaniem naśladującym w decyzjach podejmowanych przez instytucje finansowe. W sytuacji zaburzeń w sektorze bankowym interwencje podejmowane przez organy regula-

²⁶ Ph. Davis: Op. cit., s. 2.

cyjne, jeżeli są takie same dla wszystkich instytucji, mogą zachęcać banki do implementowania tych samych strategii, niekoniecznie dla nich korzystnych. Niektórzy autorzy oceniają takie zachowanie jako irracjonalne, a inni przeciwnie – jako w pełni racjonalne w warunkach niepełnej informacji. Problem agencji pojawia się, gdy istnieje asymetria informacji pomiędy pryncypałem (kapitałodawc, udziałowcem) a agentem (managerem). Agent, będc uprzywilejowany w dostępie do informacji w stosunku do pryncypała, może podejmować decyzje dla zapewnienia sobie maksimum korzyści, co niekoniecznie może dotyczyć drugiej strony. Agent może zatem zaangażować się w bardziej ryzykowne inwestycje, maksymalizując stopę zwrotu, ale teŹ obarczone wyŹszym ryzykiem, narazajc tym samym instytucj finansową. Oczywiście przy okazji może na tym skorzystać równieŹ pryncypał, jednak tym samym nie zna on całościowego ryzyka związanego z inwestycj. PowyŹsze zachowanie managerów może prowadzić do maksymalizacji stóp zwrotu w krótkim okresie, co będc korzystne dla wszystkich zainteresowanych stron – agentów, instytucji finansowej, udziałowców i klientów, jednak w dłuŹszym okresie może zagrozić stabilności instytucji. Kolejne zjawisko to wystąpienie niekorzystnych efektów zewnętrznych, które mogą się pojawić, gdy decyzje podjęte przez jedną lub więcej instytucji finansowych oddziaływają negatywnie na ich otoczenie. Dla przykdau problemy z płynnošci jednego z banków skłoni go do intensywnego poszukiwania srodków finansowych na rynku międybankowym i w banku centralnym. Takie działania wywołają wśród innych instytucji powstanie przypuszczenia o powaŹnych problemach finansowych tego banku, a moŹe i wkrótce jego bankructwa, co moŹe mieć negatywne konsekwencje dla całego sektora bankowego (tym bardziej, jeżeli będc to instytucja waŹna systemowo). Następnym problemem mogący przyczynić się do pojawienia się niestabilności finansowej to struktura sektora bankowego. Z jednej strony zwiększona konkurencyjność w sektorze bankowym moŹe sprzyjać podejmowaniu przez banki większego ryzyka w swojej działalności, jednak z drugiej strony powinna gwarantować efektywnošć cen i kosztów. Sektor bankowy oparty z kolei na duŹych instytucjach o monopolistycznej pozycji równieŹ moŹe sprzyjać podejmowaniu przez nie zbyt duŹego ryzyka. MenedŹerowie i właściciele takich instytucji są przekonani, Źe są one „za duŹe Źeby mieć problemy”, a w konsekwencji „za duŹe Źeby upaść” i „zbyt waŹne Źeby upaść”. Są przešwiadczeni, Źe władze będc bronić stabilności finansowej i wspomog je finansowo w momencie problemów – narasta wówczas problem wspomnianego juŹ ryzyka moralnego. Na zaufanie w sektorze bankowym mogą oddziaływać równieŹ inne zachodzące w nim zmiany – nie tylko moŹe to być bankructwo banku, ale równieŹ powstanie nowej instytucji finansowej, fuzja itp.

Niestabilność w instytucjach finansowych, a w konsekwencji w całym systemie finansowym, może zwiększać się poprzez działanie efektu zarażania, czyli przenoszenia szoków pomiędzy instytucjami i/lub rynkami finansowymi.

Analiza źródeł niestabilności, mogących pojawić się w instytucjach finansowych, tradycyjnie skupia się na sektorze bankowym. Współcześnie jednak na skutek zwiększania różnorodności i ilości innych niż banki instytucji finansowych, trzeba również w tym obszarze poszukiwać źródeł problemów dla stabilności finansowej. Dla przykładu niewłaściwa polityka inwestycyjna (czy błędy w tej polityce) funduszy inwestycyjnych, firm ubezpieczeniowych czy parabanków, może prowadzić do spadku zaufania i runu na te instytucje. Ryzyko związane z działalnością takich instytucji jest dzisiaj większe z uwagi na rozwój instrumentów pochodnych i inżynierii finansowej w ogóle. Niebankowe instytucje finansowe nierządki, np. fundusze inwestycyjne, są stronami w dużych transakcjach finansowych zawieranych np. na rynku kapitałowym czy walutowym, w których stronami mogą być też banki komercyjne. Problemy finansowe, czy tym bardziej upadek instytucji finansowej, mogą mieć negatywne następstwa dla innych instytucji, z którymi są powiązane (np. bankami), rynków finansowych i systemów płatniczych, jak również oczywiście dla klientów tych instytucji pochodzących ze sfery realnej (gospodarstw domowych, przedsiębiorstw niefinansowych).

Trzeba również wspomnieć o zagrożeniu dla stabilności finansowej, które jest związane z pojawianiem się coraz liczniejszych i większych grup kapitałowych, jakimi są konglomeraty finansowe – grup podmiotów podlegających wspólnej kontroli, której wyłączna bądź dominująca działalność polega na świadczeniu usług finansowych przynajmniej w dwóch różnych sektorach finansowych (bankowość, papiery wartościowe, ubezpieczenia)²⁷. Konglomeraty poprzez zastosowanie innowacji finansowych i proces sekurytyzacji powodują koncentrację ryzyka systemowego w ramach pewnej całości organizacyjnej. Problemy konglomeratu finansowego, poprzez efekt zarażania, mogą zagrozić bezpieczeństwu całego systemu finansowego²⁸.

Problemy w instytucjach finansowych mogą prowadzić do trudności w infrastrukturze systemu finansowego (w systemach rozliczeniowych i płatniczych), co może mieć negatywne skutki nie tylko dla systemu finansowego jako całości, ale również podmiotów sfery realnej. Słabości mogą również pochodzić

²⁷ Joint Forum history, <http://www.bis.org/bcbs/jfhistory.htm> [dostęp: 20 luty 2008 r.].

²⁸ Zob. J.K. Solarz: Zarządzanie ryzykiem systemu finansowego. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ubezpieczeń i Bankowości, Warszawa 2005, s. 124 oraz K. Mitrega-Niestrój, B. Puszer: Znaczenie Joint Forum dla stabilności międzynarodowego systemu finansowego. W: Współczesne finanse. Stan i perspektywy rozwoju rynku finansowego. Red. D. Dziawgo. Uniwersytet Mikołaja Kopernika, Toruń 2008, s. 227-238.

z samej infrastruktury, np. z funkcjonujących systemów prawnych, księgowych, regulacyjnych i nadzorczych, jak również ze wspomnianych już systemów rozliczeniowych i płatniczych. Źródła niestabilności pochodzące z infrastruktury mogą być również związane ze spadkiem zaufania prowadzącym do runu lub z efektem domina²⁹. Przykładem problemu w systemie płatniczym prowadzącym do zachwiania stabilności może być sytuacja, gdy instytucja finansowa ma wątpliwości co do płynności i wypłacalności drugiej strony transakcji na rynku pieniężnym, co może ją skłonić do opóźnienia lub odwołania uzgodnionej transakcji. Będzie to prowadzić do sytuacji podobnej do paniki bankowej oraz na skutek spadku zaufania również wśród pozostałych uczestników na rynku³⁰.

Źródła niestabilności finansowej mogą również pochodzić z rynków finansowych. Rynki finansowe są szczególnie narażone na ryzyko kontrahenta, wahania cen aktywów finansowych, zjawisko zarażania czy runu na rynki finansowe, który może spowodować pojawienie się ryzyka kredytowego i płynności³¹. Nieuzasadniona czynnikami fundamentalnymi nadmierna zmienność cen aktywów tych rynków może mieć bardzo poważne negatywne konsekwencje nie tylko np. dla instytucji finansowych, które są bardzo aktywne na rynkach finansowych, ale również dla podmiotów ze sfery realnej. U podstawy przyczyn niestabilności rynków finansowych znajduje się problem niedoskonałej informacji. Posiadacze aktywów finansowych nie są w stanie dokładnie określić wielkości strumienia przyszłych dochodów ani czynników, które będą wpływały na stopę, według której będzie on dyskontowany przez rynek. Wszystko to tworzy pewne podłoże niestabilności, które posiada podobną przyczynę do tej zwiększającej wrażliwość sektora bankowego. Czynniki wpływające na zmienność cen aktywów oraz kanały, którymi zaburzenia przenoszą się na sferę realną, mogą różnić się w zależności od rodzaju rynku finansowego. Niestabilność na rynkach finansowych, np. na rynku kapitałowym, może być związana z wystąpieniem zbytnej „irracjonalności”, kiedy w warunkach ożywienia gospodarczego, rosną ceny akcji (np. określonych spółek lub sektorów), co wywołuje wśród inwestorów (jak pisze A. Crockett „naiwnych” inwestorów) tzw. efekt przyłączania się do większości (*bandwagon effect*). W przypadku tego efektu inwestor opiera swoje decyzje na decyzjach innych inwestorów nawet, gdy dostępne mu informacje mogą nie potwierdzać słuszności podejmowania decyzji o określonej inwestycji. Spekulacyjna euforia w rzeczywistości oddala ceny akcji od ich „we-

²⁹ G. Schinasi: Op. cit., s. 7.

³⁰ M. Abouch, A. Saidi, F. Zakaria: Op. cit., s. 82-83.

³¹ G. Schinasi: Op. cit., s. 6-7.

wewnętrznej” wartości³². Warto w tym miejscu powrócić do myśli Keynesa, który stwierdził, że prawdziwa wartość aktywów finansowych nigdy nie jest znana, dlatego że jest ona określona na podstawie dyskontowania przyszłego strumienia dochodów z tych aktywów, a tej wielkości nigdy do końca nie da się przewidzieć. Skutkuje to tym, że ceny np. papierów wartościowych wynikają z subiektywnej oceny kupujących i sprzedających, a oni zawsze mogą się mylić³³. Podczas gwałtownego wzrostu cen aktywów na rynkach ważną rolę mogą odgrywać zachowania stadne uczestników tych rynków, które mogą występować zarówno wśród inwestorów nieracjonalnych, jak i racjonalnych. Zachowania stadne mogą wystąpić w skutek tzw. kaskad informacyjnych, kiedy racjonalni uczestnicy rynku stosują się do reguły Bayesa i podejmują decyzje na podstawie posiadanych przez siebie informacji oraz sygnałów informacyjnych, które wydedukowali z zachowań innych. Skłonność do pomijania własnych informacji i naśladowania innych podmiotów będzie tym większa, im mniejsza będzie ilość i dokładność dostępnych informacji³⁴. Decyzje podejmowane na podstawie obserwacji mogą okazać się błędne, co może implikować niestabilność rynków finansowych.

Procesy opisane powyżej są współcześnie wzmacniane m.in. przez rosnącą rolę kredytu w finansowaniu transakcji na rynkach finansowych (w tym i kapitałowym) – jest to tzw. inflacja finansów. Należy zauważyć, że zabezpieczeniem tych kredytów są przyszłe, niepewne dochody, a zatem pojawia się istotne ryzyko, że w sytuacji nieosiągnięcia oczekiwanych dochodów – zobowiązania nie zostaną spłacone.

Innym czynnikiem, również dotyczącym rynków finansowych, jest rozpowszechnianie wśród inwestorów handlu algorytmicznego, wykorzystującego automatyczne systemy transakcyjne działające na platformach elektronicznych dla osiągnięcia zysków z handlu *high-frequency*, gdzie zlecenia są dokonywane w horyzoncie czasowym bliskim skali ticka³⁵. Spekulacja na rynkach finansowych jest dziś wspomagana poprzez różnorodne instrumenty pochodne, które oczywiście mogą być używane w transakcjach hedgingowych i arbitrażowych. Bardzo trudno o jednoznaczną ocenę funkcjonowania tych instrumentów – zwolennicy zwracają uwagę, że dzięki derywatom podmioty finansowe i niefinansowe mogą zabezpieczać się przed ryzykiem, a zatem mogą chronić się przed

³² E. Chancellor: Historia spekulacji finansowych. MUZA, Warszawa 2001, s. 468.

³³ J. Toporowski: Dlaczego gospodarka światowa potrzebuje krachu finansowego. Instytut Wydawniczy „Książka i Prasa”, Warszawa 2012, s. 92.

³⁴ A. Szyszka: Behawioralne aspekty kryzysu finansowego. „Bank i Kredyt” 2009, nr 4, s. 19-21.

³⁵ <http://www.futures.pl/?did=139&wdid=1031&cptw=1> [dostęp: 23 maj 2008 r.].

niestabilnościami. Historia kryzysów finansowych wskazuje jednak, że ich zastosowanie wie się z istotnymi niebezpieczeŃstwami. Pochodne mogą stanowic cześć mechanizmu prowadzącego do destabilizacji nie tylko rynków, ale i całego systemu finansowego. Jednym z problemów zwiazanych z pochodnymi jest fakt, że za ich pomocą ryzyko może byc przetrzucane z jednego podmiotu na drugi, z jednego obszaru rynku na inny; pozwalają ukrywać rzeczywisty charakter danej inwestycji i umożliwiają omijanie regulacji w systemie finansowym. Mogą równieŃ sprzyjać rozwojowi innych negatywnych procesów w gospodarce, np. zbytniemu zadłuŃeniu podmiotów gospodarczych³⁶. Negatywne konsekwencje stosowania pochodnych ujawniły się w czasie narastania niestabilności przed wybuchem kryzysu subprime. Pochodne mogą przyczyniać się do niestabilności, jak równieŃ pogłębiać kryzys finansowy, a takŃe ułatwiać jego rozprzestrzenianie na inne kraje.

Źródła niestabilności finansowej mogą równieŃ pochodzić z otoczenia systemu finansowego. Egzogeniczne źródła niestabilności finansowej mogą byc zwiazane z sytuacj makroekonomiczną, ale równieŃ wynikać z takich szoków zewnętrznych, jak: naturalne katastrofy, ataki terrorystyczne, konflikty zbrojne, wydarzenia polityczne, upadek duŃego przedsiębiorstwa, zmiany cen aktywów niefinansowych (np. ropy naftowej), innowacje technologiczne, liberalizacja przepływów kapitałowych (zwłaszcz o charakterze krótkoterminowym), wzrost krótkoterminowego zadłuŃenia zagranicznego, zmiany w regulacjach itp. Jak wskazuje historia kryzysów finansowych, wraŃliwośc sektora finansowego na szoki pływce z gospodarki jest większa w krajach rozwijających się i na rynkach wschodzących. Niestabilnośc makroekonomiczna, wyrazajca się w m.in. w wysokiej i zmiennej stopie inflacji, okresach koniunktury i dekonunktury, niekorzystna sytuacja fiskalna, pogarszające się *terms of trade* czy powiększający się deficyt bilansu płaćniczego to tylko niektóre ze zjawisk mogących zagraŃać stabilności finansowej. WaŃnym źródłem niestabilności w systemie finansowym mogą byc błędy w polityce gospodarczej – pieniężnej i fiskalnej, czego dowodem są przyczyny zarówno kryzysu subprime, jak i obecnego kryzysu w strefie euro. Powstaniu niestabilności finansowej mogą sprzyjać niewłaściwe regulacje finansowe (np. problem Nowej Umowy Kapitałowej w aspekcie przyczyn globalnego kryzysu finansowego) bądź brak odpowiednich regulacji oraz słabości nadzoru finansowego.

Wymienione powyŃzej zjawiska mogą stanowic źródło wraŃliwości dla banków i całego sektora finansowego, głównie poprzez negatywny wpływ na zmiennośc cen aktywów oraz alokacj środków finansowych. Pogarszająca się

³⁶ Przykładem jest sytuacja w Korei przed kryzysem, gdy banki krajowe poprzez pochodne instrumenty kredytowe udzielały gwarancji kredytowych przedsiębiorstwom koreańskim emitującym papiery dłuŃne.

sytuacja w gospodarce może spowodować obniżenie jakości portfeli kredytów i skutkuje potrzebą znacznych dodatkowych rezerw oraz dużą presją wywieraną na poziom kapitałów własnych (szczególnie w sytuacji, gdy banki tworzą rezerwy jedynie na bieżące straty kredytowe)³⁷. Należy jednak zwrócić uwagę, że wiele błędnych decyzji podejmowanych przez uczestników rynku jest dokonywanych w okresie boomu gospodarczego, kiedy zbyt optymizm prowadzi do działań oddziałujących na powstanie nierównowagi w przyszłości. Można stwierdzić, że w sektorze finansowym „wiele złego” zaczyna się w okresie boomu, a narastanie negatywnych zjawisk wspierane jest zwykle łatwym dostępem do kredytu, prowadząc m.in. do powstania bąbli spekulacyjnych.

Analizując problem źródeł niestabilności finansowej, należy podkreślić, że na wzrost wrażliwości systemu finansowego na zaburzenia oddziałują procesy, które trwają w sektorze finansowym i gospodarce na poziomie krajowym oraz międzynarodowym od kilkudziesięciu lat³⁸. Procesy te tworzą swoisty grunt dla niestabilności finansowej, a zaliczyć do nich trzeba m.in.:

- globalizację, w tym przede wszystkim globalizację finansową, przejawiającą się w integracji rynków finansowych w mocno zderegulowany rynek globalny, działalności instytucji finansowych ponad granicami, rozwojem globalnie zorientowanych banków i międzynarodowych konglomeratów finansowych oraz intensyfikacji powiązań między krajami poprzez przepływy kapitału,
- liberalizację finansową (pozostającą w ścisłym związku z globalizacją finansową), w której zawierają się trzy ważne zjawiska, takie jak liberalizacja rachunku finansowego bilansu płatniczego, internacjonalizacja usług finansowych, polegająca na znoszeniu dyskryminacji w traktowaniu zagranicznych pośredników finansowych i likwidacji barier w transgranicznym świadczeniu usług finansowych oraz deregulacja finansowa wyrażająca się w zmniejszeniu roli państwa w systemie finansowym, m.in. poprzez znoszenie kontroli władz nad alokacją kredytu i ustalanie wysokości stóp procentowych na podstawie mechanizmów rynkowych,
- finansjalizację – w jednym z ujęć oznaczającą wzrost znaczenia motywów finansowych, rynków finansowych, aktorów oraz instytucji finansowych w funkcjonowaniu gospodarek na szczeblu krajowym i międzynarodowym³⁹.

³⁷ D. Skąła: Dochodowość banków w kontekście procesów zarządzania dochodami, http://www.nbp.pl/badania/seminaria_files/22xi2011a.pdf, s. 8 [dostęp: 23 sierpień 2012 r.].

³⁸ A nawet dłużej – przykład: poszukując źródeł kryzysu supprime w USA, należy się cofnąć do sytuacji w okresie rządów prezydenta Roosevelta i programu reform New Deal.

³⁹ G.A. Epstein: Introduction. W: *Financialization and the World Economy*. Ed. G.A. Epstein. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, Northampton 2005, s. 3.

4. Mapowanie stabilności finansowej – w poszukiwaniu źródeł niestabilności światowego systemu finansowego

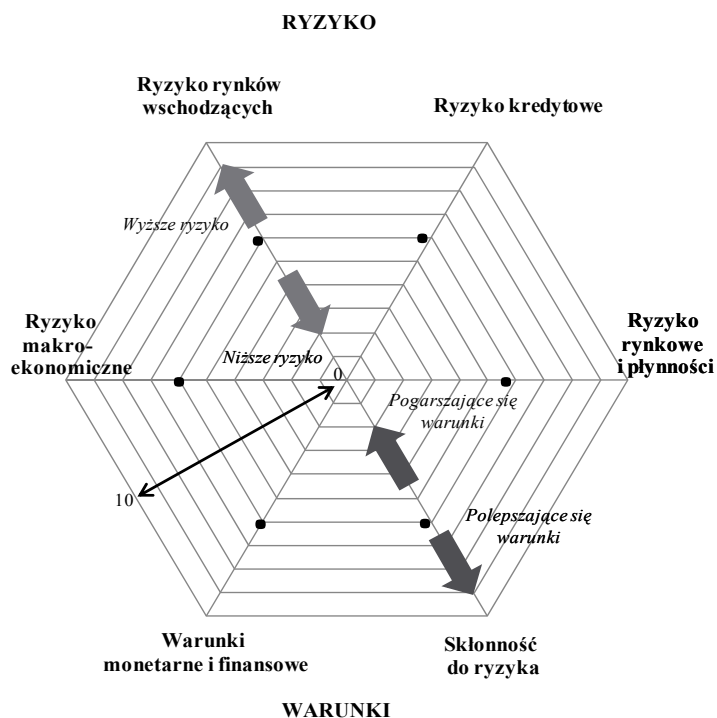
Identyfikacja potencjalnych źródeł niestabilności finansowej jest problemem bardzo złożonym i trudnym. Podobnie kompleksowymi kwestiami są np. kwantyfikacja stabilności finansowej czy ocena stopnia zagrożenia kryzysem; stosowane są różne podejścia, metody, jak np. analiza wskaźników wczesnego ostrzegania. Jedną z interesujących metod stosowanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy od 2007 r. jest mapa globalnej stabilności finansowej⁴⁰. Celem konstruowania mapy jest wychwycenie różnorodnych, potencjalnych źródeł niestabilności finansowej. Twórcy takiego podejścia uważają, że wychodzi ono naprzeciw słabościom innych metod monitorowania i oceny stabilności finansowej, takimi jak m.in.:

- wiele podejść koncentruje się na jednym z segmentów systemu finansowego (najczęściej sektorze bankowym) lub na jednym z rodzajów ryzyka (np. ryzyku kredytowym),
- inne analizują jedynie wybrane epizody stresu w systemie finansowym, co ogranicza prognostyczną moc wynikającą ze zdarzeń o innym charakterze,
- nierzadko metody skupiają się na przeszłych wydarzeniach, a nie analizują przyszłych źródeł niestabilności.

U podstaw idei stworzenia mapy znalazło się przeświadczenie, że wspólnie monitorując stabilność trzeba pamiętać, że czynniki niestabilności finansowej są bardzo złożone, ponadto skutki niestabilności systemu finansowego mogą być bardzo dotkliwe dla sfery realnej i z pewnością istnieją słabości w nadzorze finansowym. Mapa ma przyczynić się do bardziej systemowego podejścia do oceny stabilności finansowej, poprzez identyfikację i zrozumienie tych rodzajów ryzyka oraz warunków, które oddziałują na instytucje i rynki finansowe, a przez to stać się użytecznym narzędziem wczesnego ostrzegania przed zagrożeniami dla stabilności systemu finansowego.

Mapa globalnej stabilności finansowej w sposób graficzny ukazuje różne rodzaje ryzyka oraz warunki wpływające na stabilność finansową w skali świata. Rys. 2 ukazuje model mapy stabilności finansowej, gdzie każda oś odpowiada danemu rodzajowi ryzyka lub warunkowi. Wyróżniono cztery kategorie ryzyka oraz dwie kategorie warunków. Kropki oznaczają ostateczną ocenę każdego ryzyka i warunków, a ich położenie bliżej centrum oznacza niższe ryzyko lub polepszenie warunków, natomiast dalsze położenie sytuację odwrotną.

⁴⁰ Na temat mapy globalnej stabilności finansowej zob. P. Dattels, R. McCaughrin, K. Miyajima, J. Puig: Can You Map Global Financial Stability? IMF Working Paper, WP/10/145.



Rys. 2. Model mapy globalnej stabilności finansowej

Źródło: P. Dattels, R. McCaughrin, K. Miyajima, J. Puig: Can You Map Global Financial Stability? IMF Working Paper, WP/10/145, s. 8 i n.

Mapa globalnej stabilności finansowej wskazuje pięć głównych rodzajów ryzyka, które zostały pokrótce scharakteryzowane w tab. 1.

Tabela 1

Rodzaje ryzyka wyróżnione w mapie globalnej stabilności finansowej

Rodzaj ryzyka	Charakterystyka
1	2
Ryzyko makroekonomiczne	Może oddziaływać na stabilność finansową różnymi kanałami. Do problemów o szczególnym znaczeniu należy zaliczyć: perspektywy wzrostu gospodarki światowej, które oddziałują na dochód, zdolność pożyczkobiorców do spłaty zobowiązań oraz postrzeganie przez rynek ryzyka kredytowego. Dodatkowo kwestie pojawiają się w związku z ryzykiem inflacji lub deflacji, jako że może destabilizować sytuację na rynkach papierów wartościowych o stałym dochodzie i wpływać na realną wartość zadłużenia. Dodatkowym zagrożeniem dla stabilności finansowej jest brak zrównoważonej polityki fiskalnej.

cd. tabeli 1

1	2
Ryzyko rynków wschodzących	To ryzyko dla globalnej stabilności finansowej wiążące się z aktywami rynków wschodzących. Ocenia się czynniki makroekonomiczne oraz wrażliwość na szoki zewnętrzne rynków wschodzących ⁴¹ . W analizie m.in. bierze się pod uwagę wskaźniki, które pozwalają ocenić ryzyko kredytowe dłużnika typu państwo poprzez zmienne ekonomiczne, finansowe i polityczne.
Ryzyko kredytowe	Wiąże się z prawdopodobieństwem niewypłacalności dla ekspozycji kredytowych, mogącym skutkować stratami w ważnych systemowo instytucjach finansowych, jak również w sektorze przedsiębiorstw i gospodarstwach domowych.
Ryzyko rynkowe i płynności	To pierwsze pozwala ocenić następstwa zmian cen na rynkach finansowych, zwłaszcza dla ważnych systemowo instytucji finansowych. Ryzyko płynności jest odzwierciedleniem napięć panujących na rynkach finansowania, jak również warunków płynnościowych panujących na rynkach wtórnych.

Źródło: P. Dattels, R. McCaughrin, K. Miyajima, J. Puig: Can You Map Global Financial Stability? IMF Working Paper, WP/10/145, różne strony.

Wśród warunków oddziałujących na stabilność systemu finansowego twórcy mapy wyróżnili natomiast:

- skłonność do ryzyka, oznaczającą gotowość inwestorów do podjęcia dodatkowego ryzyka poprzez zmianę ekspozycji na bardziej ryzykowne klasy aktywów, czego konsekwencją mogą być większe straty; zwiększona skłonność do ryzyka może m.in. oddziaływać na ryzyko rynkowe i płynności,
- warunki monetarne i finansowe – ich analiza dostarcza informacji o nastawieniu polityki monetarnej oraz o dostępności i koszcie finansowania (chodzi tu również o kredyty dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych).

Mapa powinna rejestrować ryzyko w horyzoncie kolejnych 6 do 24 miesięcy. Częstotliwość pomiaru wskaźników, na podstawie których mapa jest konstruowana, powinna być na tyle duża, aby szybko wyłapywać zmiany (przyjęto bazę minimum 6 miesięcy). Wskaźniki pochodzą ze źródeł zewnętrznych lub są wynikiem własnych badań ekspertów MFW.

Mapa globalnej stabilności finansowej została przedstawiona po raz pierwszy w kwietniu 2007 r., a zatem na ponad rok przed wybuchem światowego kryzysu finansowego, w *Global Financial Stability Report (GFSR)* – raporcie dotyczącym globalnej stabilności finansowej publikowanym przez MFW. Warunki monetarne i finansowe, skłonność do ryzyka oraz ryzyko kredytowe świadczyły o nadmiernej płynności oraz gorączce kredytowej przed wybuchem kryzysu; wysoki poziom osiągnęło również ryzyko makroekonomiczne. Sygnały ostrze-

⁴¹ Ryzyko rynków wschodzących jest bardzo bliskie ryzyku makroekonomicznemu, ale to drugie dotyczy gospodarek krajów wysoko rozwiniętych.

gawcze płynęły również ze zwiększającego się ryzyka rynkowego i płynności. W kwietniu 2008 r. (zatem na ponad 4 miesiące przed wybuchem światowego kryzysu) istotnie wzrosło ryzyko makroekonomiczne, ryzyko kredytowe oraz ryzyko rynkowe oraz płynności, natomiast osłabiła się u inwestorów skłonność do ryzyka, jak również pogorszeniu uległy warunki monetarne i finansowe. Nie było natomiast istotnego zwiększenia poziomu ryzyka rynków wschodzących, co jest zgodne z faktem, że globalny kryzys finansowy miał swoje źródła w krajach wysoko rozwiniętych⁴². Dlaczego więc ostrzeżenia przed narastaniem zagrożeń w światowym systemie finansowym, płynące z mapy globalnej stabilności finansowej przed wybuchem kryzysu finansowego, nie skłoniły uczestników rynku do istotnej zmiany zachowań? Szczególne znaczenie ma zatem użyteczność mapy jako narzędzia przewidywania zagrożeń stabilności dla banków centralnych i instytucji nadzoru. Z pewnością mapa wymaga dalszych udoskonaleń (o czym są przeświadczeni sami jej twórcy), ale również być może powinna stać się bardziej formalnym i powszechnie obowiązującym instrumentem identyfikującym źródła niestabilności finansowej w skali międzynarodowej.

Podsumowanie

Podsumowując rozważania, należy stwierdzić, że bez wątplenia potwierdza się teza, że problem niestabilności finansowej i jej źródeł jest kwestią bardzo złożoną oraz wymaga całościowego podejścia, umiejętności wychwycenia różnorodnych, powiązanych ze sobą zjawisk, a także nierzadko wiąże się z interdyscyplinarnym charakterem rozważań. W niniejszym opracowaniu zasygnalizowano jedynie problemy związane ze źródłami niestabilności finansowej, wiele z nich wymaga z pewnością dalszych pogłębionych studiów.

Historia finansów międzynarodowych pokazuje, że niestabilność była i jest immanentną cechą systemów finansowych. Systemy te przechodzą od stabilności do niestabilności i kryzysu. Źródła niestabilności finansowej stanowią złożoną wiązkę przyczyn i czynników pochodzących z wnętrza samego systemu finansowego oraz jego otoczenia. Niezwykle trudno wskazać na główne źródła niestabilności, jednak z pewnością jednym z podstawowych problemów jest inflacja finansów, przejawiająca się w nadmiernym wzroście znaczenia kredytu w gospodarce, ekspansji kredytowej powiązanej z nadmiernym zadłużeniem, co sprzyja inflacji aktywów w ogóle, przewijającej się narastaniem baniek spekulacji.

⁴² Zob. Global financial stability report. Containing systemic risks and restoring financial soundness. International Monetary Fund, April 2008, s. 2.

cyjnych. Wśród źródeł niestabilności znajdują się również istotne problemy strukturalne instytucji i rynków finansowych, wśród których można wyróżnić chociażby błędy w zarządzaniu ryzykiem finansowym.

W następstwie globalnego kryzysu finansowego międzynarodowy system finansowy funkcjonuje dziś w stanie niestabilności i trudno prognozować w jakim kierunku podaży. Niełatwo również przewidzieć przyszłe źródła niestabilności finansowej, które mogą pochodzić zarówno z systemów finansowych i gospodarek krajów wysoko rozwiniętych, jak i z państw rozwijających się (np. Chin czy Indii).

FINANCIAL INSTABILITY AND ITS SOURCES IN THE MODERN WORLD

Summary

The paper raises important and timely issue of financial instability and its sources in the modern world. The paper presents definitions of financial instability operating in literature, characterizes chosen theoretical concepts of financial instability and tries to identify the endogenous and exogenous sources of financial instability. Many of the problems presented in the paper are debatable, difficult to define, many important topics are only signaled and they are a starting point for the future research.