

# MATERIAŁY I STUDIA

Zeszyt nr 284

---

Boomy kredytowe w gospodarkach wschodzących.  
Przyczyny i sposoby przeciwdziałania

---

Marcin Czaplicki

Warszawa, 2012 r.

Marcin Czaplicki – doktorant w Kolegium Ekonomiczno-Społecznym Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, marcin.czaplicki@gmail.com

Autor pragnie przekazać wyrazy wdzięczności dla Pana Prof. Andrzeja Sławińskiego oraz Recenzenta za uwagi wniesione do niniejszego opracowania.

Projekt graficzny:  
Oliwka s.c.

Skład i druk:  
Drukarnia NBP

Wydął:  
Narodowy Bank Polski  
Departament Edukacji i Wydawnictw  
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21  
tel. 22 653 23 35, fax 22 653 13 21

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2012

ISSN 2084–6258

Materiały i Studia są rozprowadzane bezpłatnie

Dostępne są również na stronie internetowej NBP: <http://www.nbp.pl>

## Spis treści

|                                                                                       |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Streszczenie .....                                                                    | 4  |
| Wprowadzenie .....                                                                    | 5  |
| 1. Boom kredytowy jako zjawisko ekonomiczne .....                                     | 9  |
| 2. Przyczyny powstawania boomów kredytowych .....                                     | 13 |
| 3. Działania zapobiegające boomom kredytowym .....                                    | 26 |
| 3.1. Rola polityki pieniężnej w zapobieganiu boomom kredytowym .....                  | 27 |
| 3.2. Polityka fiskalna a stabilizacja sektora finansowego .....                       | 31 |
| 3.3. Ograniczanie akcji kredytowej przez polityki nadzorczą<br>i ostrożnościową ..... | 33 |
| Podsumowanie .....                                                                    | 42 |
| Bibliografia .....                                                                    | 44 |

## Streszczenie

Rozwój sektora finansowego, niezależnie, czy postrzegany poprzez wzrost wartości udzielonych kredytów, obrotów na rynkach finansowych, czy kapitalizacji giełd jest szeroko uznawany za zjawisko pozytywne. Przyczynia się on do efektywniejszej alokacji zasobów, wzrostu produktywności oraz sprawniejszej dystrybucji dochodu, a w konsekwencji do wzrostu gospodarczego. Jednakże, nadmiernie długie utrzymywanie się wysokiego wzrostu liczby, jak i wolumenu udzielanych kredytów (nazywane boomem kredytowym) może doprowadzić do kryzysu bankowego, kryzysu bilansu płatniczego, a nawet kryzysu walutowego. Artykuł zawiera teoretyczną analizę endo- i egzogenicznych przyczyn powstawania boomów kredytowych w gospodarkach wschodzących. Dokonany został przegląd sposobów przeciwdziałania nadmiernej akcji kredytowej banków ze strony polityki pieniężnej, fiskalnej oraz nadzorczej i regulacyjnej. Wskazano na mankamenty i problemy związane z zastosowaniem poszczególnych instrumentów ww. polityk w omawianych gospodarkach. W efekcie, podkreślono konieczność współpracy oraz koordynacji działań ze strony różnych instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego.

Klasyfikacja JEL: E44, E58, G21, G28

Słowa kluczowe: bank, boom kredytowy, bank centralny, polityka fiskalna, regulacje ostrożnościowe

## Wprowadzenie

Rozwój sektora finansowego, niezależnie, czy postrzegany poprzez wzrost wartości udzielonych kredytów, obrotów na rynkach finansowych, czy kapitalizacji giełd jest szeroko uznawany za zjawisko pozytywne. Prowadzi on do eliminacji ograniczeń w finansowaniu inwestycji, obniżenia kosztów tego finansowania, dywersyfikacji ryzyka oraz redukcji asymetrii informacji. W efekcie, przyczynia się on do efektywniejszej alokacji zasobów, wzrostu produktywności oraz sprawniejszej dystrybucji dochodu, a w konsekwencji do wzrostu gospodarczego.

Podkreślając pozytywny wpływ rozwoju finansów na wzrost gospodarczy należy jednak zaznaczyć, iż te same zmienne, mierzące rozmiar sektora finansowego, które używane są do wykazania tej pozytywnej zależności, są również dobrymi prognostami kryzysów finansowych<sup>1</sup>. Nadmiernie długie utrzymywanie się wysokiego wzrostu liczby, jak i wolumenu udzielanych kredytów (nazywane boomem kredytowym) może doprowadzić do kryzysu bankowego, kryzysu bilansu płatniczego (banki zagraniczne ułatwiając przyływ obcego kapitału, pomagają również przy jego wycofywaniu), a nawet kryzysu walutowego.

Boom kredytowy prowadzi do znacznego wzrostu cen aktywów (akcji, nieruchomości, czy surowców mineralnych), który dodatkowo stymulowany jest oczekiwaniami co do ekspansji produkcji w przyszłości. W takim środowisku, wzrost realnych stóp procentowych, niezależnie, jaka będzie jego przyczyna (działania banku centralnego, ucieczka kapitału, zmiana warunków kredytowania, wzrost stóp nominalnych spowodowany malejącą płynnością sektora finansowego, czy inne), zapoczątkuje negatywne zjawiska w gospodarce realnej. Produkcja zacznie spadać z uwagi na malejący popyt. Wzrost kosztów finansowania kredytu doprowadzi do spadku popytu na kredyt (może mu towarzyszyć obniżenie podaży związane z pogorszeniem pozycji finansowej banków, czy jakości ich portfeli kredytowych). Część inwestycji stanie się nierentowna. Wszystko to doprowadzi do załamania oczekiwań i spadku cen aktywów (wynikającego także z ich wyprzedaży

---

<sup>1</sup> G. Favara, *An empirical reassessment of the relationship between finance and growth*, National Centre of Competence in Research Financial Valuation and Risk Management Working Paper No. 396, lipiec 2007, s. 27.

celem wymuszonego spłacenia kredytu). Ponadto, przyczyni się do tego również negatywny wpływ wzrostu realnych stóp procentowych na zdyskontowaną wartość przyszłych zwrotów (przychodów) z inwestycji<sup>2</sup>.

Powyższe konstatacje znajdują potwierdzenie w literaturze przedmiotu, gdzie boomy kredytowe są uznawane za główną przyczynę narastania niestabilności finansowych<sup>3</sup>. W związku z powyższym, niezwykle pożyteczna wydaje się dogłębna analiza tego zjawiska oraz próba odpowiedzi na pytanie, jak można mu zapobiec. Te dwie przyczyny stoją u podstaw wyboru tematu artykułu. W oparciu o nie ukształtowana została również jego struktura, w której wyraźnie oddzielone będą dwie części. W pierwszej dokonany zostanie zwięzły przegląd przyczyn nadmiernej, niepróbowanej ekspansji kredytowej banków, jakie wskazywane są w literaturze przedmiotu. Poprzedzi go zwięzły, teoretyczny opis samego boomu kredytowego. Umożliwi to wyróżnienie podstawowych problemów, które muszą leżeć u podstaw działań podejmowanych w ramach polityk publicznych. Prezentacja możliwych sposobów przeciwdziałania oraz dyskusja odnośnie ich skuteczności stanowić będą drugą część opracowania.

Wyjaśnienia wymaga również podejście do przedstawienia problemowego zagadnienia, które zostało przyjęte w artykule. W literaturze przedmiotu wykształciły się dwa wiodące sposoby opisywania kryzysów finansowych<sup>4</sup>:

- **wąskie**, związane z monetarystami (głównie M. Friedmanem i A. J. Schwartz), w którym nacisk położony został na negatywne efekty paniki bankowej, prowadzącej do zakłóceń w podaży pieniądza, co przyczynia się do spadku aktywności gospodarczej, w odróżnieniu od tak zwanych „pseudokryzysów” związanych z obniżaniem cen aktywów oraz wzrostem upadłości podmiotów gospodarczych, które nie prowadzą do wystąpienia paniki bankowej i spadku podaży pieniądza;

<sup>2</sup> B. Hofmann, *The Determinants of Private Credit in Industrialised Countries: Do Property Prices Matter?*, BIS Working Paper No. 108, grudzień 2001, s. 26.

<sup>3</sup> Por. m.in. C. Borio, P. Lowe, *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS Working Papers No. 114, lipiec 2002 oraz F. Allen, D. Gale, *Bubbles, Crises, and Policy*, „Oxford Review of Economic Policy,” tom 15 nr 3, 1999, s. 9-18.

<sup>4</sup> F. S. Mishkin, *Anatomy of Financial Crisis*, NBER Working Paper No. 3934, grudzień 1991, s. 1-2; M. Iwanicz-Drozdowska, *Teorie kryzysów bankowych* [w:] *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, M. Iwanicz-Drozdowska (red.), Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002, s. 37-42.

- **szerokie**, wniesione do nauki przez Ch. Kindlebergera oraz H. Minsky'ego, postulujące iż kryzys finansowy może być związany ze: spadkiem cen aktywów, upadłością dużych instytucji finansowych, jak i niefinansowych, deflacją, bądź dezinflacją, czy zaburzeniami na rynku walutowym.

W opracowaniu będę odnosił się do drugiego z nich, a konkretnie modelu kryzysu finansowego przedstawionego przez H. Minsky'ego. Zaprezentowana w nim anatomia takiego kryzysu, nawiązuje do teorii *boom and bust cycle* wprowadzonej przez Szkołę austriacką<sup>5</sup>. Z uwagi na cel opracowania, jakim jest przedstawienie teoretycznych rozważań dotyczących przyczyn powstawania boomów kredytowych oraz możliwości ich zapobiegania, punkt ciężkości zostanie położony tylko na pierwszych dwóch fazach ww. modelu, to znaczy na zaburzeniu prowadzącym do powstania zmian w otoczeniu makroekonomicznym oraz boomie inwestycyjnym, który napędzany jest ekspansją kredytową banków. Wykorzystane oraz porównane zostaną przy tym głównie wyniki dotychczas przeprowadzonych badań.

Uzasadnienie wyboru gospodarek wschodzących jako punktu odniesienia rozważań będących przedmiotem pracy jest trojakiego rodzaju. Po pierwsze, konsensus dotyczący roli banków i rynków papierów wartościowych, jaki ukształtował się w literaturze przedmiotu, wskazuje na dominującą rolę przedmiotowych pośredników finansowych we wspomaganiu wstępnej fazy rozwoju gospodarczego oraz przewagę giełdy w przypadku rozwiniętych gospodarek<sup>6</sup>. Wynika stąd, że banki są kluczowymi instytucjami dla wspomagania wzrostu w gospodarkach przechodzących przez proces realnej konwergencji. Ponadto, to właśnie w gospodarkach wschodzących najczęściej dochodzi do nadmiernej ekspansji kredytowej, której efektem jest kryzys finansowy. W końcu, należy wskazać na pozycję Polski i innych gospodarek regionu Europy Środkowej i Wschodniej, jako gospodarek rozwijających się. Z tego ostatniego względu szczególna uwaga zostanie położona na te z państw, które będąc na etapie

<sup>5</sup> Jej zwięzły opis jest zawarty w: *ibidem*, s. 40-41.

<sup>6</sup> Może to po części tłumaczyć szybkie dojście krajów kontynentalnej Europy do wysokiego poziomu PKB i spadek tempa wzrostu po jego osiągnięciu w latach 70-tych, czy 80-tych. R. G. Rajan, L. Zingales, *Financial Systems, Industrial Structure and Growth*, „Oxford Review of Economic Policy,” tom 17 wyd. 4, zima 2001, s. 481.

konwergencji ekonomicznej i finansowej decydują się na przystąpienie do unii walutowej, ograniczając przy tym możliwość reakcji instytucjonalnej na wyzwania związane z rozwojem sektora finansowego.



## 1. Boom kredytowy jako zjawisko ekonomiczne

W przeszłości, w krajach charakteryzujących się średnim poziomem PKB, niestabilność gospodarki była wiązana głównie z wysokim i niekontrolowanym poziomem inflacji oraz rosnącym zadłużeniem sektora publicznego. Obecnie dołączyły do nich dwa inne zjawiska: boom kredytowy oraz inflacja cen aktywów (powiązana z realną aprecjacją kursu walutowego). Okazało się, że niska i stabilna inflacja oraz stabilna sytuacja gospodarcza nie są wystarczające, aby zapewnić stabilność sektora finansowego<sup>7</sup>. Luźna, asymetryczna polityka pieniężna, rozszerzony dostęp do finansowania akcji kredytowej<sup>8</sup> oraz silna presja konkurencyjna mogą doprowadzić do obniżenia stóp procentowych i nadmiernej ekspansji kredytowej banków, która urzeczywistnia się w boomach kredytowych, stojących u podłoża baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów (takie boomy określa się w literaturze przedmiotu mianem niestabilnych). Co więcej, opisywane zjawiska wzajemnie się napędzają tworząc mechanizm sprzężenia zwrotnego (nazywany często akceleratorem finansowym<sup>9</sup>). Taką sytuację zaobserwowano między innymi podczas kryzysu finansowego lat 2007-09, ale także w Japonii w latach 80-tych, czy w Azji Południowo-Wschodniej przed 1997 rokiem.

Samo pojęcie boomu kredytowego, mimo iż jest często używane w dyskusjach nie posiada ścisłej, precyzyjnej definicji. W literaturze przedmiotu jest on powszechnie definiowany jako zjawisko, podczas którego wartość kredytów trafiających do sektora prywatnego rośnie szybciej, niż w czasie typowego,

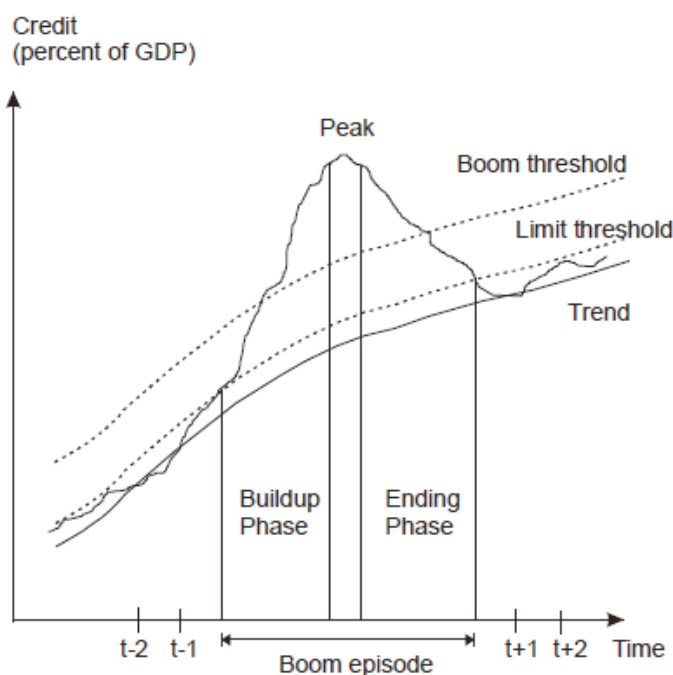
<sup>7</sup> C. Borio, I. Shim, *What can (macro-)prudential policy do to support monetary policy?*, BIS Working Paper No. 242, grudzień 2007, s. 1. Co więcej, doprowadziły one do zjawiska niedoszacowywania ryzyka i zbytniego jego podejmowania, z czym wiązało się rozmycie standardów oceny zdolności kredytowej.

<sup>8</sup> Związany ze wzrostem powiązań pomiędzy sektorem bankowym i rynkiem kapitałowym, ale także z występowaniem na świecie zjawiska globalnych nierównowag. Ogromne sumy w poszukiwaniu zysku lokowane są w nowych produktach rynkowych, a także kierowane do gospodarek wschodzących. W efekcie, okazało się, że polityka pieniężna nie może być prowadzona na lokalną skalę, w oderwaniu od warunków panujących na globalnych rynkach finansowych. Powstał „globalny mechanizm polityki pieniężnej.” Por. *ibidem*, s. 5.

<sup>9</sup> Większy popyt na nie płynne aktywa oznacza wzrost ich ceny, co prowadzi do wzmocnienia bilansu instytucji finansowych, a to z kolei skutkuje jeszcze wyższym popytem na te same aktywa. Podobnie, wyższa wartość zabezpieczenia kredytu przyczynia się do wzrostu jego wielkości przy zachowaniu (teoretycznie) podobnego poziomu ryzyka. Por. B. S. Bernanke *et al.*, *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*, NBER Working Paper No. 6455, marzec 1998.

normalnego wzrostu gospodarczego (przekracza długookresowy trend)<sup>10</sup>, obrazującego rozwój sektora finansowego<sup>11</sup>, tak jak zostało to przedstawione na Wykresie 1. Ów limit, którego przekroczenie oznacza powstanie boomu jest określany jako pewien procent odchylenia standardowego, bądź wartości absolutnej wskaźnika. Gdy nie zostanie on „przebity” mamy do czynienia z procesem rozwoju systemu finansowego (ang. *financial deepening*), mogącym obrazować fundamentalną poprawę możliwości inwestycyjnych. Nie można więc określić konkretnego progu, którego przekroczenie będzie oznaczać, iż w danej gospodarce występuje boom kredytowy. Pozostaje to kwestią dyskrecyjnej oceny.

**Wykres 1. Modelowy przykład boomu kredytowego**



Źródło: P.-O. Gourinchas *et al.*, *Lending Booms: Latin America and the world*, NBER Working Paper No. 8249, kwiecień 2004, s. 33.

W czasie początkowej fazy boomu (ang. *build-up phase*), która trwa przeciętnie około 2,5 roku, rośnie aktywność kredytowa banków, co pociąga za sobą

<sup>10</sup> E. G. Mendoza, M. E. Terrones, *An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data*, NBER Working Paper No. 14049, maj 2008, s. 5;

<sup>11</sup> A. Zdzieniecka, *Vulnerabilities In Central and Eastern Europe: Credit Growth*, GATE Groupe d'Analyse et de Théorie Économique Documents de Travail (Working Paper) 09-12, maj 2009, s. 11.

również wzrost dźwigni finansowej w przedsiębiorstwach. W tym okresie drastycznie obniża się jakość portfela kredytowego, ponieważ finansowanie obejmuje również projekty, których wartość bieżąca netto jest ujemna (jest to wynikiem rosnących trudności z monitoringiem, pod wpływem szybkiego wzrostu liczby umów, czy wzrostu wartości zabezpieczeń, ale także tego, że po udzieleniu kredytów klientom lepszym, banki chcące nadal rozszerzać swoją działalność oferują finansowanie klientom o gorszej wiarygodności kredytowej). Badania wskazują, iż w momencie osiągnięcia szczytu około 10% kredytów nie jest obsługiwanych (w porównaniu do 2,5% na początku boomu)<sup>12</sup>. W czasie boomu kredytowego ma również miejsce gwałtowny wzrost wydatków konsumpcyjnych oraz inwestycji (prowadzący do przegrzania się gospodarki w przypadku, gdy przekracza tempo wzrostu PKB), wzrost cen aktywów (połączony często z bankami spekulacyjnymi, czy dalszą ekspansją kredytową ze względu na wyższą wartość zabezpieczeń), gwałtowny napływ krótkoterminowych kapitałów z zagranicy, nadmierna realna aprecjacja waluty oraz niezrównoważony rozwój sektora dóbr niewymienialnych (*nontradables*). Często spotykanym zjawiskiem jest rosnąca realna stopa procentowa. Faza końcowa boomu (od 1,6 do 3,2 roku) wiąże się z odwrotnym kierunkiem zmian. Część kredytobiorców nie jest w stanie spłacić swojego zadłużenia, co powoduje przymusową egzekucję wierzytelności i wyprzedaż aktywów, która prowadzi do spadku cen na całym rynku, rozpoczynając w rezultacie tak zwany efekt domina<sup>13</sup>.

Niemniej jednak, nie wszystkie boomy kredytowe są jednakowe. Występują podstawowe różnice pomiędzy krajami rozwiniętymi oraz rozwijającymi się<sup>14</sup>. W tych ostatnich, wahania związane z nadmierną ekspansją kredytową są zdecydowanie większe i pojawiają się szczególnie w sektorach gospodarki produkujących na rynek wewnętrzny (*nontradables*). Dodatkowo, nie wszystkie boomy kończą się kryzysami finansowymi, jednakże prawdopodobieństwo ich wystąpienia jest zdecydowanie wyższe w krajach słabiej rozwiniętych. Na koniec warto zaznaczyć, że boomy kredytowe w gospodarkach wschodzących są często

<sup>12</sup> *Ibidem*, s. 25.

<sup>13</sup> P.-O. Gourinchas *et al.*, *Lending Booms: Latin America and the world*, NBER Working Paper No. 8249, kwiecień 2004, s. 1-9; E. G. Mendoza, M. E. Terrones, *An Anatomy of Credit Booms...*, *op. cit.*

<sup>14</sup> *Ibidem*.

poprzedzane znacznymi przypływami kapitałów, nie wynikającymi z reform sektora finansowego, czy wzrostu produktywności.

Badania empiryczne wykazują, iż nadmierny wzrost stosunku kredytów do PKB podnosi prawdopodobieństwo wybuchu kryzysu bankowego o 125-224%, a kryzysu walutowego o 86-62% w stosunku do okresu normalnej ekspansji kredytowej<sup>15</sup>. Uogólniając, prawdopodobieństwo wybuchu kryzysu bankowego po boomie kredytowym wynosi od 9,5% do 21%, w zależności od przyjętej metody obliczeń<sup>16</sup>. Należy podkreślić, iż upadek waluty pogłębia kryzys bankowy (poprzez wzrost wartości zobowiązań banków wyrażonych w walutach obcych) i w efekcie końcowym może doprowadzić do powstania tak zwanego błędnego koła<sup>17</sup>.

<sup>15</sup> W zależności od przyjętej definicji boomu kredytowego, odpowiednio przekroczenie normalnego trendu o 5% odchylenia standardowego i 2% wartości absolutnej (wartości przyjęte arbitralnie, próba 91 państw w okresie 1960-1996). P.-O. Gourinchas *et al.*, *Lending Booms: Some Stylized Facts*, <http://ist-socrates.berkeley.edu/~pog/academic/lbsf/lending.pdf>, październik 1999, s. 25, 31.

<sup>16</sup> Wyczerpujący opis znajduje się w P.-O. Gourinchas *et al.*, *Lending Booms: Latin America...*, *op. cit.*, s. 12-15.

<sup>17</sup> Kryzys bankowy zazwyczaj poprzedza kryzys walutowy. G. L. Kaminsky, C. M. Reinhart, *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, „American Economic Review,” tom 89 wyd. 3, czerwiec 1999, s. 474-475, 496.

## 2. Przyczyny powstawania boomów kredytowych

Wśród bardzo zróżnicowanych przyczyn powstawania boomów kredytowych można wyróżnić dwie podstawowe grupy czynników: zewnętrzne, które są wyjaśniane przez modele akceleratora finansowego oraz wewnętrzne (prezentowane w modelach behawioralnych)<sup>18</sup>. Boomy kredytowe mogą stanowić także naturalną konsekwencję struktury i cech własnych gospodarki, na co wskazuje teoria realnego cyklu koniunkturalnego oraz modele konwencjonalnego akceleratora<sup>19</sup>. Zgodnie z ww. teorią do znacznego wzrostu liczby i wolumenu udzielanych kredytów może dojść w wyniku szoku technologicznego, czy szoku *terms of trade*. Warunkiem koniecznym jest odpowiednio wysoka produkcyjna elastyczność popytu na kredyt, która wpływa na jego znaczącą procykliczność. W omawianej sytuacji, nadmierna ekspansja kredytowa wiąże się z mniejszym zagrożeniem powstania kryzysu finansowego<sup>20</sup>.

Boom inwestycyjny (tożsamy z boomem kredytowym) zapoczątkowany bywa najczęściej zaistnieniem przyjaznych warunków związanych z płynnością rynkową. Opisują to teorie K. Wicksella i F. A. von Hayeka (*monetary overinvestment theories*)<sup>21</sup>. Różnica pomiędzy nimi sprowadza się do wyjaśnienia przyczyny występowania samego zjawiska przeinwestowania. Mianowicie, nadmierna płynność na rynku powstaje w wyniku błędu banku centralnego (niepodniesienie stóp procentowych równoznaczne z kontynuacją dostarczania płynności na rynek – Wicksell), czy ponadnormalnej, „przewrotnej” elastyczności systemu kredytowego (ang. *perverse elasticity of the banking sector*, stymulowanej poprzez konkurencję cenową pomiędzy bankami oraz niedoszacowanie ryzyka związanego z nadmierną ekspansją kredytową – von Hayek). W takich warunkach dochodzi do spadku realnej rynkowej stopy procentowej poniżej poziomu stopy

<sup>18</sup> A. Zdzeniecka, *Vulnerabilities...*, *op. cit.*, s. 9.

<sup>19</sup> P. Hilbers, *et al.*, *Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies*, IMF Working Paper No. WP/05/151, lipiec 2005, s. 4.

<sup>20</sup> P.-O. Gourinchas *et al.*, *Lending Booms: Latin America...*, *op. cit.*, s. 17-18; P.-O. Gourinchas *et al.*, *Lending Booms: Some Stylized Facts*, *op. cit.*, s. 33.

<sup>21</sup> Mimo, iż obie teorie zostały stworzone dla gospodarek zamkniętych można wnioski z nich płynące zastosować w obecnej sytuacji gospodarczej. G. Schnabl, A. Hoffmann, *Geldpolitik, Vagabundierende Liquidität und platzende Blasen in neuen und Aufstrebenden Märkten*, „Wirtschaftsdienst,” tom 87 nr 4, kwiecień 2007, s. 224.

naturalnej (czyli takiej, która pozwala zrównać oszczędności z inwestycjami). Zjawisko to jest wspomagane pozytywnymi oczekiwaniami (często przesadzonymi) podmiotów gospodarczych co do sytuacji gospodarczej w przyszłości<sup>22</sup>.

Spadek realnego oprocentowania kredytów poniżej poziomu naturalnej stopy procentowej doprowadzi do powstania dodatkowego popytu na kredyt, zgłaszanego przez firmy, chcące sfinansować nowe inwestycje. W warunkach wystarczająco wysokiej płynności na rynku finansowym skutkuje to dodatkową kreacją kredytu. Ekspansja kredytowa będzie trwała dopóty, dopóki nie wyczerpią się źródła płynności banków i bank centralny nie doprowadzi do wyrównania się poziomów realnych stóp rynkowych ze stopą naturalną. W warunkach znaczących napływów kapitału z zagranicy (przy małej, otwartej gospodarce) jest to praktycznie niemożliwe (praktyka pokazuje, iż podmioty gospodarcze często nie dostrzegają ryzyka kursowego kryjącego się za zaciąganiem zobowiązań w obcych walutach i przyjmują stopy zagraniczne za stopy krajowe; ponadto, mogą działać w warunkach tak zwanej „iluzji inflacji,” co oznacza, że kierują się w podejmowaniu decyzji stopami nominalnymi, nie dostrzegając wpływu inflacji na realne stopy procentowe)<sup>23</sup>.

Inne wyjaśnienie powyższego schematu uzyskamy, gdy założymy, iż naturalna stopa procentowa jest równoważna z krańcową produktywnością kapitału. Jeżeli poziom realnych stóp procentowych na rynku spada poniżej wartości tej stopy, przedsiębiorstwa uzyskują bodziec do przeprowadzania inwestycji, gdyż koszt pozyskania kapitału (w formie odsetek) będzie niższy, niż zwrot z zainwestowanych środków (równy krańcowej produktywności kapitału). Rezultat, czyli wzmożony popyt na kredyt, jest więc podobny do opisanego poprzednio. Co więcej, w przypadkach gospodarek otwartych, wyższa krańcowa produktywność kapitału (niż za granicą) przyczyni się do znaczącego napływu finansowania z zagranicy. Po pewnym czasie, powinno to doprowadzić do wyrównania zasobów kapitału pomiędzy gospodarkami, co oznaczałoby spadek jego krańcowej produktywności do poziomu światowego. Niemniej jednak, taki obrót wypadków

<sup>22</sup> A. Hoffmann, *An Overinvestment Cycle in Central and Eastern Europe?*, „Metroeconomica,” tom 61 nr 4, listopad 2010, s. 714-715.

<sup>23</sup> M. Piazzesi, M. Schneider, *Inflation Illusion, Credit and Asset Pricing*, NBER Working Paper No. 12957, marzec 2007, s. 24.

jest mało prawdopodobny z uwagi na występowanie pewnych czynników, jak koszt instalacji kapitału, czy zjawisko *home bias*<sup>24</sup>.

Inną odmianą teorii przeinwestowania jest teoria J. A. Schumpetera (*real overinvestment theory*)<sup>25</sup>. Cały proces zaczyna się w niej od wzrostu wewnętrznej stopy zwrotu przedsiębiorstw (czy też krańcowej produktywności kapitału). Dzieje się tak na skutek odkrycia nowych: technologii, czy procesów produkcyjnych (jak na przykład w przypadku „*the New Economy*”) lub rynków zbytu oraz miejsc lokalizacji zakładów produkcyjnych (Chiny, Indie, Azja Południowo-Wschodnia, czy Europa Środkowa i Wschodnia). Rosnąca produktywność kapitału (którą możemy utożsamiać z naturalną stopą procentową) przyczynia się do powstania dodatniej luki stóp procentowych, co pociąga za sobą wzrost popytu na rynku kapitałowym (popyt inwestycyjny przekracza podaż oszczędności). Początkowo, wzmożona aktywność inwestycyjna i rosnąca konsumpcja (a także rosnące płace) prowadzą do wzrostu PKB. W obliczu tych zmian oraz w wyniku przewidywanej ich kontynuacji, wzrastają ceny aktywów (akcji, zasobów naturalnych i nieruchomości). Schumpeter postulował, iż dzieje się tak w oderwaniu od fundamentów ekonomicznych oraz tempa wzrostu gospodarczego, co owocuje powstaniem bańki spekulacyjnej. Badania wykazały, iż początkowo nie towarzyszy jej wzrost inflacji dóbr konsumpcyjnych. Gdy zacznie ona niebezpiecznie rosnąć, bank centralny podnosi stopy procentowe (Wicksell). Ewentualnie, po ponownej ocenie ryzyka, sektor bankowy przestaje odnawiać linie kredytowe (von Hayek). Spekulacyjne projekty inwestycyjne stają się nieopłacalne i są rozwiązywane, spada popyt na inwestycje, zmienia się kierunek oczekiwanych zmian, pojawia się recesja, tym silniejsza, im bardziej oderwanym od rzeczywistości był boom<sup>26</sup>.

Nadmiernie szybka akcja kredytowa jest wspierana przez wspomniany w poprzednim rozdziale mechanizm akceleratora finansowego. Zjawisko to ma dwutorowy wpływ na ekspansję kredytową. Zgodnie z teorią q Tobina, same

<sup>24</sup> M. Brzoza-Brzezina, *Zagadnienie naturalnej stopy procentowej*, „*Ekonomista*,” nr 4/2003, s. 457-477.

<sup>25</sup> G. Schnabl, A. Hoffmann, *Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets – an Overinvestment View*, „*The World Economy*,” tom 31 nr 9, wrzesień 2008, s. 1232.

<sup>26</sup> *Ibidem*, s. 1232-1236.



przedsiębiorstwa są zainteresowane przeprowadzaniem dalszych inwestycji, ponieważ przy stabilnym koszcie odtworzenia / utworzenia kapitału, będą mogły go sprzedać za wyższą cenę<sup>27</sup>. Prowadzi to do wzrostu popytu na kredyt. Podaż rośnie, ponieważ wzrastają ceny aktywów, mogących służyć jako zabezpieczenie zobowiązań. Warto podkreślić, iż zmiany w postrzeganiu przez banki zdolności kredytowej danego sektora gospodarki mogą stanowić przykład samospełniającej się prognozy<sup>28</sup>. Jest to szczególnie prawdopodobne w branżach (na rynkach), w których ilość wprowadzonych w formie kredytów środków, może się przyczynić do wzrostu ceny aktywów. Rosnąca wartość zabezpieczeń ułatwia zaciąganie nowych zobowiązań finansowych, co jeszcze wzmacnia presję cenową aktywów (szczególnie w przypadku, gdy ich podaż jest mało elastyczna, jak ma to miejsce na rynku nieruchomości). Istotną cechą tej teorii, jest to, iż akcelerator finansowy działa w obie strony. W przypadku niemożności spłaty zaciągniętego zobowiązania, banki zaspokajają swoje należności z wyprzedaży zastawionych aktywów. Prowadzi to do spadku cen na rynku, co zmniejsza ogólną wartość zabezpieczeń<sup>29</sup>.

Wśród czynników zewnętrznych czołowe miejsce zajmuje również liberalizacja sektora finansowego (połączona z jego deregulacją). Prowadzi ona do wzmożonego napływu krótkoterminowego kapitału do gospodarki, co przyczynia się do wzrostu produkcji (oraz zysków przedsiębiorstw) i majątku inwestorów (a więc także wartości możliwych zabezpieczeń kredytu). Warto nadmienić, iż pozytywne szoki dotyczące postrzeganego majątku podmiotów gospodarczych (a więc nie tylko inwestorów) mogą wystąpić także na skutek przeprowadzonych reform rynkowych, czy znaczących przemian politycznych, dużych zmian relatywnego poziomu cen, spowodowanych czynnikami zewnętrznymi w stosunku do gospodarki, odkryciem nowych zasobów naturalnych, czy pojawieniem się istotnych innowacji na rynku. W efekcie, poprzez zaciąganie pożyczek,

<sup>27</sup> B. Hofmann, *op. cit.*, s. 7-8.

<sup>28</sup> P. Honohan, *Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnostics and Prediction*, BIS Working Paper No. 39, styczeń 1997, s. 3.

<sup>29</sup> Należy przy tym jednak wyraźnie podkreślić, iż lewarowanie i delewarowanie nie są procesami symetrycznymi, przy czym drugi z nich jest gwałtowniejszy i wiąże się ze względnie poważniejszymi skutkami dla gospodarki realnej. W. H. Buiter, *Central banks and financial crises*, artykuł przygotowany na Federal Reserve Bank of Kansas City symposium na temat "Maintaining Stability in a Changing Financial System," Jackson Hole, 21-23 sierpnia 2008, wersja z dnia 14 września 2008, s. 80-81.



gospodarstwa domowe dążą do wygładzenia swojej konsumpcji w czasie<sup>30</sup>, a przedsiębiorcy do sfinansowania wydatków związanych z procesami fuzji i przejęć. Proces wygładzania konsumpcji, poprzez podniesienie zagregowanego popytu, może jednak doprowadzić do wzrostu cen i płac. Samo zaś postrzeganie perspektyw gospodarczych może okazać się zbyt optymistyczne, szczególnie gdy opisywanym zjawiskom towarzyszy utrzymujący się niski poziom inflacji (ang. *new environment hypothesis*)<sup>31</sup>.

Skutki wzrostu produkcji oraz majątku inwestorów opisuje m.in. model zaproponowany przez P. Aghiona, P. Bachettę i A. Banerjee'go<sup>32</sup>. Wzrost produkcji oraz majątku inwestorów przyczyniają się w nim (wraz ze złagodzonymi ograniczeniami w finansowaniu podmiotów gospodarczych) – poprzez boom inwestycyjny – do wzrostu popytu na dobra niewymienialne (*nontradables*), takie jak nieruchomości, czy usługi, który zostaje sfinansowany poprzez ekspansję kredytową (boomy inwestycyjny i konsumpcyjny mają więc miejsce w sektorze dóbr produkowanych i konsumowanych w kraju). W przeciwieństwie do dóbr wymienialnych, popyt na dobra niewymienialne nie może być zaspokojony przez import z zagranicy. W związku z tym, napotyka on (w krótkim okresie) na nieelastyczną podaż, co prowadzi do wzrostu poziomu cen i pojawienia się inflacji<sup>33</sup>. Doprowadza to do realnej aprecjacji kursu walutowego ponad poziom mogący wynikać z efektu Balassy-Samuelsona i wzrostu cen nieruchomości. Rezultatem inflacji dóbr typu *nontradables* jest spadek zysków przedsiębiorstw, które dokonują inwestycji, co obniża ich wiarygodność kredytową. Mniejszy wolumen zaciąganych

<sup>30</sup> P. Backé, C. Wójcik, *Catching-up and Credit Booms in Central and Eastern European EU Member States and Acceding Countries: An Interpretation within the New Neoclassical Synthesis Framework*, CESifo Working Paper No. 1836, październik 2006, s. 3; S. Herrmann, A. Jochem, *Determinants of current account developments in the central and east European EU member states: consequences for the enlargement of the euro area*, Deutsche Bundesbank Economic Studies Discussion Paper No. 32/2005, s. 7-8.

<sup>31</sup> G. Kiss *et al.*, *Credit Growth in Central and Eastern Europe: Convergence or Boom?*, MNB Working Papers, listopad 2006, s. 10.

<sup>32</sup> P. Aghion *et al.*, *Financial Liberalization and Volatility in Emerging Market Economies*, Swiss National Bank Working Paper 98.02, maj 1998; P. Aghion *et al.*, *Capital Markets and the Instability of Open Economies* [w:] *The Asian financial crisis: causes, contagion and consequences*, P.-R. Agénor *et al.* (red.), wyd. 2, zm. i uzupeł., Cambridge University Press, Cambridge 2000, s. 167-190.

<sup>33</sup> R. Bems, P. Schellekens, *Finance and Convergence: What's Ahead for Emerging Europe*, IMF Working Paper No. WP/07/244, listopad 2007, s. 8; A. Tornell, F. Westermann, *The Credit Channel in Middle Income Countries*, NBER Working Paper No. 9355, listopad 2002, s. 51.

kredytów przyczynia się do kontrakcji, która prowadzi do spadku popytu na *nontradables*, co skutkuje deprecjacją realnego kursu walutowego oraz załamaniem się cen nieruchomości. Należy podkreślić, iż warunkiem niezbędnym zaistnienia takiego ciągu zdarzeń jest średni poziom rozwoju systemu finansowego w danym kraju<sup>34</sup>. Zagrożony jest w szczególności sektor dóbr niestanowiących przedmiotu handlu zagranicznego, ponieważ przedsiębiorstwa w nim działające są relatywnie małe w porównaniu do firm zajmujących się produkcją *tradables*. Nie mają one dostępu do finansowania bezpośrednio z zagranicy, czy też na rynkach kapitałowych. Dlatego, to właśnie one (wraz z gospodarstwami domowymi), są adresatami rosnącej oferty banków krajowych<sup>35</sup>.

Znaczący napływ kapitałów zagranicznych prowadzi również do zrównywania się krajowych i zagranicznych stóp procentowych (oczywiście uwzględniając premię za ryzyko), co skutkuje spadkiem skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania. W małej otwartej gospodarce, prowadzi to do wzrostu importu i pogłębienia deficytu obrotów bieżących. Ponadto, banki centralne tracą kontrolę nad płynnością rynku finansowego z powodu uniezależnienia kreacji pieniądza od wielkości bazy monetarnej  $M0$ <sup>36</sup>.

Do wzmocnienia wyżej opisanego kanału powstawania boomu kredytowego przyczynia się zazwyczaj wzmożona aktywność banków zagranicznych, które są dopuszczane do rynku wraz z liberalizacją sektora bankowego oraz prywatyzacją jednostek krajowych. Wchodząc na nowy rynek, zagraniczni pośrednicy finansowi przynoszą ze sobą niezbędne doświadczenie, *know-how*, procedury szkoleniowe oraz nowoczesne systemy monitoringu, czy selekcji klientów. Często rezultatem ich wejścia jest swoista zmiana technologiczna (może ona także być czynnikiem endogenicznym), która prowadzi do otwarcia dla klientów nowych obszarów działalności bankowej, czy też do rozszerzenia oferty na nowe podmioty

<sup>34</sup> W przypadku rozwiniętego sektora finansowego, poziom inwestycji przedsiębiorstw nie zależy od wysokości osiąganych przez nie przepływów pieniężnych. Przy niskim poziomie rozwoju firmy nie mogą pożyczać znaczących sum, w związku z czym cały powyższy schemat nie ma miejsca. *Ibidem*, s. 4-5; G. A. Calvo, *Financial Crises and Liquidity Shocks: A Bank-run Perspective*, NBER Working Paper No. 15425, październik 2009.

<sup>35</sup> A. Tornell, F. Westermann, *Boom-Bust Cycles in Middle Income Countries: Facts and Explanation*, NBER Working Paper No. 9219, wrzesień 2002, s. 4-7.

<sup>36</sup> A. Hoffmann, *An Overinvestment...*, *op. cit.*, s. 719-720.

gospodarcze. Przyczyniają się one do wzrostu konkurencji na rynku, co prowadzi do zwiększenia efektywności sektora, i w konsekwencji do spadku prowizji bankowych. Jednak przede wszystkim, banki zagraniczne, poprzez dostęp do rynków macierzystych, wspierają napływ kapitału. Pozwala im to oferować kredyty w walutach zagranicznych, charakteryzujące się niższym oprocentowaniem (krajowe podmioty gospodarcze są zainteresowane zaciąganiem zobowiązań w takiej walucie, ponieważ pozwala to na wydłużenie *duration* kredytu). Działania te, jeżeli prowadzone są w ograniczonej skali, wspierają wzrost gospodarczy oraz przyczyniają się do wzrostu stabilności rynku (banki te nie są tak wystawione na lokalne szoki makroekonomiczne)<sup>37</sup>.

Znaczenie banków zagranicznych w ułatwianiu przepływów kapitałowych wzrasta jeszcze mocniej w obliczu globalizacji i rosnących powiązań międzynarodowych. Szoki makroekonomiczne mające miejsce poza gospodarką mogą doprowadzić do powstania dużej luki stóp procentowych pomiędzy zagranicą i krajem. Wynikiem tego jest tak zwany proces *carry trade*, przyczyniający się do znacznego napływu spekulacyjnego, krótkoterminowego kapitału do kraju, kierowanego chęcią osiągnięcia wyższej stopy zwrotu. Beneficjentem przyprywu kapitału z zagranicy bywa głównie słabiej rozwinięty sektor wewnętrzny gospodarki (*nontradables*). Wiąże się z tym zagrożenie niedopasowania waluty kredytu i osiąganych przez przedsiębiorstwo dochodów, a co za tym idzie, podejmowanie nadmiernego ryzyka walutowego przez klientów skuszonych niższymi stopami procentowymi. Każda zmiana wartości waluty prowadzi wtedy do efektów bilansowych. Jej aprecjacja skutkuje obniżeniem wartości długu w bilansie. Ewentualna deprecjacja może mieć natomiast o wiele poważniejsze skutki, prowadząc do wzrostu zadłużenia i płatności odsetkowych, a w konsekwencji do niewypłacalności firmy. Dodatkowo, często w przypadku finansowania w walucie obcej, jeżeli w ogóle brana jest pod uwagę realna stopa procentowa, to stopa nominalna jest urealniana poprzez uwzględnienie oczekiwanej inflacji w kraju, co

<sup>37</sup> R. de Haas, I. van Lelyveld, *Foreign Banks and Credit Stability in Central and Eastern Europe: Friends or Foes? A Panel Data Analysis*, MEB Series no. 2003-04 – Research Series Supervision No. 58, maj 2003, s. 1-5.

proceeds to a reduction of the perceived cost of financing, often below zero<sup>38</sup>. Wreszcie, w przypadku kryzysu dotyczącego ich rodzimą gospodarkę, banki zagraniczne mogą przyczynić się do przeniesienia go na rynek lokalny (czy to poprzez ułatwianie ucieczki kapitału, w przypadku zagrożeń, czy wycofywania wkładów w momencie problemów centrali). Tak więc, globalizacja oraz integracja finansowa poprzez efekt zarażania mogą ułatwiać bądź pogłębiać załamanie gospodarcze<sup>39</sup>.

Ich skutkiem jest również rozszerzenie dostępu do finansowania akcji kredytowej, co gdy jest wsparte wzmoczoną presją konkurencyjną w samym sektorze finansowym<sup>40</sup>, samo w sobie może prowadzić do obniżenia stóp procentowych i nadmiernej ekspansji kredytowej banków. W związku z tym, należy pamiętać, iż sektor finansowy może sam generować niestabilność finansową i endogeniczne boomy kredytowe<sup>41</sup>. Podkreśla się, że błędy banków są spotykane najczęściej w fazie ekspansji gospodarczej<sup>42</sup>. Nieodpowiednie doświadczenie kadry kierowniczej i innych pracowników, a w zasadzie jego brak, czy utrata, w sytuacji poprawiających się warunków zewnętrznych (w otoczeniu politycznym, prawnym i gospodarczym), przyczyniają się do powstania negatywnych tendencji w polityce banków (opisuje to hipoteza pamięci instytucjonalnej<sup>43</sup>). Ten ostatni aspekt doskonale ujął H. Minsky w sformułowanej hipotezie niestabilności systemu finansowego, w myśl której banki podejmują coraz większe ryzyko, im bardziej oddalają się od ostatniego kryzysu<sup>44</sup>. Zachowania stadne menedżerów, których skutkiem jest rozluźnienie polityki kredytowej, pomagają w osiągnięciu wyższych przychodów w krótkim okresie (presja na osiąganie zysków jest wywierana przez właścicieli zachęconych wynikami innych podmiotów finansowych – nie zwracają

<sup>38</sup> C. B. Rosenberg, M. Tirpák, *Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU*, IMF Working Paper No. WP/08/173, lipiec 2008, s. 7.

<sup>39</sup> G. L. Kaminsky, C. M. Reinhart, *The Twin Crises...*, *op. cit.*, s. 17.

<sup>40</sup> Płynącą często z nieobjętych regulacjami i nadzorem sektorów rynków finansowych, w których oferowane są produkty zbliżone do bankowych.

<sup>41</sup> M. Schularick, A. M. Taylor, *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008*, NBER Working Paper No. 15512, listopad 2009, s. 27.

<sup>42</sup> J. Saurina, G. Jimenez, *Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation*, MPRA Paper No. 718, 20 marca 2006, s. 66.

<sup>43</sup> A. Berger, G. Udell, *The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behavior*, „Journal of Financial Intermediation,” tom 13 nr 4, październik 2004, s. 458-495.

<sup>44</sup> A. Sławiński, *Przyczyny globalnego kryzysu bankowego* [w:] *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, J. Osiński, S. Sztaba (red.), Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 36.

oni uwagi na ponoszone ryzyko). Równie często banki dostrzegają ryzyko, ale wątpią w jego materializację, czy nie doceniają jego istotności<sup>45</sup>. Tendencje te są wzmacniane poprzez tworzenie nieodpowiednich schematów płacowych, w których kierownictwo jest nagradzane za krótkookresowy, skumulowany wzrost dochodów, a nie strukturalną poprawę rentowności. W obliczu odwrócenia się trendu, jedyną karą dla menedżerów będzie zwolnienie, które jest o tyle mało prawdopodobne, o ile wszyscy na rynku popełnili te same błędy. Dodatkowo, mniej rozbudowany portfel kredytowy, będący rezultatem słabszych technologii i procedur udzielania kredytu może stanowić sygnał dla depozytariuszy, iż dana instytucja przegrywa z konkurencją, co ewentualnie prowadzi do wycofania z niej swoich wkładów. W związku z tym, jej menedżerowie zdecydują się na wzrost wolumenu udzielonych kredytów, celem imitacji konkurencji<sup>46</sup>. Zachowanie takie jest tym bardziej prawdopodobne im większy jest optymizm kredytodawców, a także pokusa nadużycia wywołana oczekiwaniami ewentualnej pomocy ze strony instytucji publicznych w przypadku kryzysu. Istotne są również opóźnienia w dostarczaniu informacji<sup>47</sup>.

Kosztem wyżej opisanych strategii jest jednak pogorszenie jakości portfela kredytowego, gdyż polepszające się warunki gospodarcze prowadzą do niedoszacowania ryzyk. Polityka kredytowa banku skutkuje w takich wypadkach nadmierną koncentracją ekspozycji w pojedynczych sektorach gospodarki (warto podkreślić, iż w małych gospodarkach nawet znacząca dywersyfikacja portfela kredytowego nie może dać gwarancji bezpieczeństwa). Przyczynia się do tego również obniżanie standardów monitoringu oraz nadzoru, będące bezpośrednim skutkiem rosnącej liczby kredytobiorców. Podstawą takich zachowań banków są wyraźne, bądź domniemane gwarancje depozytów ze strony rządu, czy innych instytucji, co w sferze psychologicznej ogranicza zobowiązanie wobec deponentów,

<sup>45</sup> A. Schleifer, R. Vishny, *Unstable banking*, „Journal of Financial Economics,” tom 97 nr 3, wrzesień 2010, s. 306-318.

<sup>46</sup> D. C. Hardy, A. F. Tieman, *Innovation In Banking and Excessive Loan Growth*, IMF Working Paper No. WP/08/188, lipiec 2008, s. 23.

<sup>47</sup> G. Lorenzoni, *Inefficient Credit Booms*, „The Review of Economic Studies,” tom 75 nr 3, lipiec 2008, s. 810.

dotyczące bezpiecznego inwestowania składanych przez nich środków i pozwala na obniżenie kosztu pozyskania funduszy z rynku.

2

Nadmierna ekspansja kredytowa może być również spowodowana przez błędy występujące w założeniach modeli pomiaru ryzyka. Wynika to z bazowania na nieodpowiednich modelach, na podstawie których interpretowana jest bieżąca sytuacja gospodarcza oraz przewidywane przyszłe zmiany. Hipoteza racjonalnych oczekiwań może być pomocna w uchwyceniu wzorów zachowania podmiotów ekonomicznych w stabilnym środowisku ekonomicznym. Takim jednak na pewno nie są gospodarki krajów rozwijających się, a tym bardziej przechodzących proces transformacji. Poza tym, oczekiwania na rynkach finansowych mają charakter adaptacyjny, w związku z czym wzrost cen aktywów, powoduje, iż podmioty gospodarcze oczekują kontynuacji tej tendencji, przyczyniając się do wzrostu bańki i dalszej ekspansji kredytowej (w myśl zasady działania akceleratora finansowego)<sup>48</sup>. Co więcej, opisywane modele cechują się niedoszacowaniem ryzyk związanych z możliwością wystąpienia zjawisk skrajnych, wiążących się jednak z wysokimi stratami (ang. *disaster myopia*). Teoria psychologii motywuje takie tendencje występowaniem tak zwanego dysonansu poznawczego, skutkującego zaburzoną interpretacją wydarzeń historycznych i przywiązywaniem większej wagi do zdarzeń niedawnych<sup>49</sup>.

Nie bez znaczenia jest również kwestia innowacji bankowych, czy, ujmując szeroko, innowacji finansowych. Nowe produkty, czy też technologie obsługi i monitorowania klientów pozwalają na rozszerzenie bazy klientów oraz pozyskanie nowych źródeł finansowania akcji kredytowej (przypadek sekurytyzacji)<sup>50</sup>. Często jednak prowadzą do powstania niestabilności na rynku, tym trudniejszych do rozwikłania, im bardziej w wyniku samych innowacji zostało zatomizowane ryzyko. Jak pokazuje przykład Stanów Zjednoczonych, mogą w rezultacie doprowadzić do zapaści całej gospodarki.

<sup>48</sup> E. E. Leamer, *Housing is the Business Cycle*, NBER Working Paper No. 13428, wrzesień 2007.

<sup>49</sup> C. Borio *et al.*, *Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options* [w:] *Marrying the macro- and microprudential dimensions of financial stability*, BIS, BIS Papers No. 1, marzec 2001, s. 9-11.

<sup>50</sup> Ich wpływ na ekspansję kredytową może być zwiększany przez kreowanie nowych kanałów dystrybucji, a także usprawnianie metod zarządzania i ram organizacyjnych. Por. F. Allen, E. Carletti, *Financial system: shock absorber or amplifier?*, BIS Working Paper No. 257, lipiec 2008, s. 11.



W końcu, do wzmocnienia ekspansji kredytowej banków przyczynić się może również procykliczna polityka rządu oraz innych instytucji państwowych, objawiająca się głównie w ulgach podatkowych, subsydiach, czy dopłatach do kredytów, które mają na celu szybsze poprawienie sytuacji ludności, która chce jak najszybciej osiągnąć poziom życia społeczeństw państw rozwiniętych gospodarczo. „Oliwy do ognia może dolać także” bank centralny starający się uniknąć kryzysu gospodarczego i prowadzący luźną, asymetryczną politykę pieniężną. Jego działania, przejawiające się w zasileniu sektora finansowego w płynność, prowadzą najczęściej do wzmocnienia presji cenowej i pogłębienia efektów związanych z bańką spekulacyjną (poprzez spadek wartości nominalnej długu i wzrost ceny zabezpieczeń)<sup>51</sup>.

Długotrwałe utrzymywanie się stóp procentowych na niskim poziomie sprawia, iż finansowanie nabycia nie płynnych aktywów krótkoterminowym długiem staje się bezpieczne, a przede wszystkim – opłacalne (przynajmniej w perspektywie krótkookresowej)<sup>52</sup>. Ponadto, niskie stopy procentowe mogą spowodować, że kredyt otrzymają ci, którzy do tej pory byli uważani za zbyt ryzykownych, bądź nie mieli aktywów o wystarczającej wartości mogących stanowić przedmiot zabezpieczenia<sup>53</sup>. Dzieje się tak na skutek wzrostu ich majątku (kanał bilansowy transmisji polityki pieniężnej), który prowadzi do ograniczenia problemów pokusy nadużycia

<sup>51</sup> G. Illing, *Financial Fragility, Bubbles and Monetary Policy*, CESifo Working Paper No. 449, kwiecień 2001; G. Illing, *Financial Stability and Monetary Policy – A Framework*, CESifo Working Paper No. 1971, kwiecień 2007. Doskonałym przykładem takiej polityki jest tak zwana „opcja put byłego Przewodniczącego Rady Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej A. Greenspana” („Greenspan put”), która wzmocniła boom na rynku nieruchomości w USA. Warto wskazać także na rolę obietnic rządu bądź banku centralnego do prowadzenia określonej, ekspansywnej polityki gospodarczej. Por. M. Hattori *et al.*, *A Financial System Perspective on Japan's Experience in the Late 1980s*, artykuł przygotowany na 16<sup>th</sup> International Conference hosted by the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank Japonii, Tokio maj 2009, s. 39; gdzie wskazany jest przykład rządu Japonii z roku 1986. Podobne skutki może mieć zeszłoroczna (2011) obietnica B. Bernanke Przewodniczącego Rady Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej do niepodnoszenia stóp procentowych przez najbliższe dwa lata.

<sup>52</sup> Dzieje się tak, z uwagi na spłaszczenie krzywej dochodowości oraz wyższą marżę odsetkową netto. Por. T. Adrian, H. S. Shin, *Financial Intermediaries and Monetary Economics*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 398, październik 2009 (zmieniony w maju 2010), s. 5; D. W. Diamond, R. G. Rajan, *Illiquidity and interest rate policy*, NBER Working Paper No. 15197, lipiec 2009, s. 5. Na rolę, jaką ekspansywna polityka pieniężna oraz łatwy dostęp do finansowania w formie kredytu może przyczynić się do wzmocnienia spekulacji cenowej na rynkach aktywów wskazywał już Ch. Kindleberger.

<sup>53</sup> G. Jimenez *et al.*, *Hazardous times for monetary policy: what do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?*, Banco de España Working Paper No. 833, styczeń 2009, s. 9.

i negatywnej selekcji. Z drugiej strony, spadek stóp procentowych wiąże się z ograniczeniem ryzyka wycofywania depozytów, ale także wzrostem wartości kapitałów własnych banków<sup>54</sup>. W związku z tym, rośnie również podaż kredytów (kanał kredytów bankowych)<sup>55</sup>. Równocześnie, papiery wartościowe nieobciążone ryzykiem stają się mniej atrakcyjne, gdyż przynoszą niższy dochód. W celu uzyskania wymaganej przez akcjonariuszy rentowności kapitału banki podejmują pogoń za zyskiem (ang. *search for yield*), inwestując w aktywa ryzykowne, jednakże charakteryzujące się relatywnie wyższą stopą zwrotu<sup>56</sup>. Również wzrost różnicy terminów zapadalności pomiędzy instrumentami finansowymi po obu stronach bilansu banków stanowi rozwiązanie prowadzące do wzrostu marży odsetkowej netto. Działania te są wzmacniane poprzez rosnące dochody oraz ceny aktywów należących do podmiotów gospodarczych. Równolegle, maleje obserwowana zmienność cen aktywów<sup>57</sup>. Prowadzi to do spadku prawdopodobieństwa bankructwa potencjalnych kredytobiorców, a więc wzrostu tolerancji ryzyka ze strony banków. Również polityka komunikacyjna banków centralnych wpływa na wzrost przewidywalności ich posunięć, co pociąga za sobą, wzrost skłonności do podejmowania ryzyka przez banki oraz spadek oczekiwanej premii za owo ryzyko. W końcu, asymetryczność przewidywanej funkcji reakcji banku centralnego prowadzi do wzrostu pokusy nadużycia ze strony samych banków, z uwagi na efekt ubezpieczenia od podejmowanego ryzyka<sup>58</sup>. Opisywany kanał ryzyka (ang. *risk taking channel*)<sup>59</sup> jest mechanizmem podobnym do wcześniej wspomnianego akceleratora finansowego. W wyniku jego działania polityka pieniężna wpływa na

<sup>54</sup> Między innymi w wyniku wzrostu wartości utrzymywanych w portfelu papierów wartościowych.

<sup>55</sup> W zasadzie, następuje przesunięcie krzywej podaży kredytów. Por. T. Adrian, A. Estrella, H. S. Shin, *Monetary Cycles, Financial Cycles, and the Business Cycle*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 421, styczeń 2010, s. 14.

<sup>56</sup> J. Caruana, *Systemic risk: how to deal with it?*, przemowa na 4<sup>th</sup> International Distinguished Lecture, Melbourne Centre for Financial Studies, 12 lutego 2010, s. 5; G. Jiménez *et al.*, *op. cit.*, s. 10 oraz R. G. Rajan, *Has Financial Development Made the World Riskier?*, NBER Working Paper No. 11728, listopad 2005.

<sup>57</sup> O. Demczuk *et al.*, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2011 roku*, Materiały i Studia NBP, nr 270, 2012, s. 11.

<sup>58</sup> J. Boivin *et al.*, *Should Monetary Policy Be Used to Counteract Financial Imbalances?*, „Bank of Canada Review,” lato 2010, s. 33.

<sup>59</sup> Jego dokładne przedstawienie znajduje się m.in. w: C. Borio, H. Zhu, *Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?*, BIS Working Papers No. 269, grudzień 2008.



ceny aktywów i cykl kredytowy, utrzymując, a nawet wzmacniając boom<sup>60</sup>. W efekcie, prowadzi ona do wzrostu zagregowanych aktywów banków oraz większego zainteresowania tych instytucji transakcjami spekulacyjnymi<sup>61</sup>. Ekspansja kredytowa, przy względnie sztywnej podaży depozytów podmiotów sektora niefinansowego musi być finansowana przez inne zobowiązania, najczęściej zaciągane u pozostałych instytucji finansowych, bądź na rynkach kapitałowych (z czym wiąże się skracanie okresu ich zapadalności), co skutkuje wzrostem ryzyka systemowego<sup>62</sup>.

<sup>60</sup> *Ibidem*, s. 3.

<sup>61</sup> H. P. Minsky, *The Financial Instability Hypothesis* [w:] *Handbook of Radical Political Economy*, P. Arestis, M. Sawyer (red.), Edward Elgar, Aldershot, 1993. Wpływają na to bezpośrednio: systemy wynagrodzeń dostarczające silnych bodźców do podejmowania nadmiernego ryzyka, szczególnie w okresie koniunktury oraz sami inwestorzy, którzy kierowani motywem osiągnięcia szybkiego zysku (w krótkoterminowej perspektywie) sprzedają udziały w bankach, które nie podejmują opisywanego ryzyka. Dzieje się tak, gdyż uważają, iż nie wykorzystują one w pełni możliwości posiadanego kapitału – czyli są nieefektywne.

<sup>62</sup> Warto w tym momencie zaznaczyć, iż nie zawsze musimy spotykać się z taką sytuacją, na co wskazuje przypadek Japonii z końca lat 80-tych, gdzie banki finansowały akcję kredytową z depozytów dużych podmiotów sektora niefinansowego (które lokowały w bankach środki pozyskane w ramach emisji instrumentów finansowych na zliberalizowanym, acz wciąż niedostępnym dla banków rynku kapitałowym). Por. M. Hattori *et al.*, *op. cit.* Przykład opisywanych problemów dostarcza także brytyjski bank Northern Rock. Por. H. S. Shin, *Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis*, „Journal of Economic Perspectives,” tom 23 nr 1, zima 2009, s. 101-119 Ryzyko systemowe (ang. systemic risk) definiowane jest jako: „ryzyko zakłócenia funkcjonowania systemu spowodowane osłabieniem pozycji wszystkich jego części, które to zakłócenie może potencjalnie doprowadzić do pogorszenia się sytuacji w realnej sferze gospodarki.” Za: International Monetary Fund, *et al.*, *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets, and Instruments: Initial Considerations. Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, IMF, BIS, FSB, 28 października 2009, s. 2. Zakłócenie, o którym mowa w ww. definicji będzie odnosiło się do trzech głównych funkcji, jakie spełnia system finansowy: pośrednictwa finansowego, zarządzania ryzykiem oraz usług związanych z płatnościami. Por. Committee on the Global Financial System, *Macprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, CGFS Papers No. 38, maj 2010, s. 2. Szerszy przegląd definicji ryzyka systemowego znajduje się w: O. Szczepańska, *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, SCHOLAR, Warszawa 2008, s. 40-41.

### 3. Działania zapobiegające boomom kredytowym

W przypadku tak szerokiego, jak to przedstawione powyżej, spektrum możliwych przyczyn powstania boomu kredytowego, kluczowego znaczenia nabiera wybór rodzaju polityki, jaka powinna zostać wykorzystana w celu rozwiązania przedmiotowego problemu. Jest to tym ważniejsze, iż doświadczenia wielu państw, które przeżyły już w swojej historii kryzys finansowy wskazują na kosztowne konsekwencje nieodpowiednich i nieproporcjonalnych odpowiedzi ze strony polityki gospodarczej oraz nadzoru bankowego<sup>63</sup>.

Sam proces planowania działań ze strony polityk publicznych należy rozpocząć od wyeksponowania podstawowych typów ryzyk towarzyszących boomom kredytowym:

- makroekonomicznych związanych z błędną alokacją czynników wytwórczych będącą skutkiem inflacji, a w szczególności nadmiernego wzrostu cen aktywów, co przyczynia się do spadku tempa wzrostu gospodarczego i korekty oczekiwań gospodarstw domowych<sup>64</sup> oraz
- „ostrożnościowych,” dotyczących stabilności systemu finansowego i pozycji banków oraz innych instytucji sektora.

Taki podział pozwala na wskazanie konkretnego rodzaju polityki, która może odnieść się do poszczególnego typu problemów. Tak więc, w przypadku pojawienia się zagrożeń pierwszego rodzaju należy liczyć się z interwencją ze strony rządu oraz banku centralnego. Gdy narażona jest zaś stabilność sektora finansowego, zareagować powinien nadzór finansowy, a główną rolę odgrywać będą regulacje ostrożnościowe. Podkreślenia wymaga jednak, iż w przypadku bardzo szybkiego tempa ekspansji kredytowej ciężko jest odróżnić ryzyka makroekonomiczne od tych związanych z pogarszającymi się wskaźnikami ostrożnościowymi, co prowadzi do problemów dotyczących wyboru odpowiedniego rodzaju działań. Dlatego, często wskazana będzie wspólna interwencja ze strony różnych rodzajów polityk, co wymaga ich koordynacji oraz współpracy w ramach kolegów odpowiedzialnych za

<sup>63</sup> P. Hilbers *et al.*, *op. cit.*, s. 21.

<sup>64</sup> P. Backé, C. Wójcik, *Catching-up and Credit Booms...*, *op. cit.*, s. 25.

utrzymanie stabilności sektora finansowego. W artykule przyjęta została jednak konwencja omawiania instrumentów polityk publicznych w separacji. W związku z tym, punkt ciężkości zostanie położony na trzy podstawowe rodzaje polityk: fiskalną rządu, pieniężną banku centralnego, a także nadzorczą i ostrożnościową nadzorcy bankowego bądź banku centralnego.

Zanim jednak rozpoczęta zostanie analiza tego, co należy robić, aby zapobiec nadmiernej ekspansji kredytowej banków, należy wskazać na występowanie działań, które powinny zostać zaniechane, bądź przynajmniej zmienione. Dotyczy to w szczególności eliminacji, a przynajmniej redukcji skali tych operacji podejmowanych w ramach poszczególnych polityk, które same przyczyniają się do powstawania boomów kredytowych i były wspomniane w poprzedniej części opracowania. Mowa tu przede wszystkim o utrzymywaniu zbyt niskiego poziomu stóp procentowych przez bank centralny przez za długi czas. Impulsów do zadłużania się, także w walutach obcych może też dostarczyć sztywny, a nawet stabilny kurs walutowy. Warto również rozważyć zaniechanie, bądź ograniczenie działań stymulujących ekspansję wybranych rodzajów kredytów (szczególnie tych związanych z zakupem nieruchomości), związanych m.in. z subsydiami do oprocentowania kredytów mieszkaniowych, możliwością odliczenia od podatku całości płaconych odsetek, czy gwarancjami rządowymi. Oczywiście, jak w przypadku wszelkich polityk gospodarczych, czy zmian regulacyjnych, zanim decydent podejmie odpowiednie działania, powinien najpierw rozważyć ich skutki, które mogą redukować dobrobyt społeczeństwa w większym stopniu, niż ewentualne załamanie boomu kredytowego. Oczywiście wydaje się również eliminacja procykliczności regulacji ostrożnościowych, zarówno w fazie boomu gospodarczego, jak i recesji.

### **3.1. Rola polityki pieniężnej w zapobieganiu boomom kredytowym**

Dyskusja nad sposobami zapobiegania narastaniu boomów kredytowych zostanie rozpoczęta od banku centralnego, z uwagi na kluczowe znaczenie tej instytucji w sieci bezpieczeństwa finansowego. Jako naczelna instytucja monetarna

państwa może on wprowadzić restrykcyjną politykę pieniężną, w celu ograniczenia bazy monetarnej oraz wysokości mnożnika kredytowego. Podniesienie stóp procentowych, czy obniżenie podaży pieniądza mogą zostać w takiej sytuacji wsparte podwyższeniem poziomu rezerwy obowiązkowej. Kluczową może okazać się również zmiana sposobu jej naliczania, w wyniku której wyższy nacisk zostanie położony na zobowiązania wyrażone w walutach obcych, czy też te charakteryzujące się krótkim terminem zapadalności. Dodatkowo, bank centralny może doprowadzić do wprowadzenia wymagań związanych z płynnością w bankach, a konkretnie z poziomem płynnych aktywów, zabezpieczających wypłacalność w przypadku likwidowania depozytów przez deponentów. Na koniec, władze tej instytucji mogą doprowadzić do wykształcenia się obligatoryjnej rezerwy odprowadzanej od pożyczek udzielanych w walutach obcych.

Z powyższymi działaniami banku centralnego wiążą się jednak kluczowe kontrowersje. Problemy dotyczące struktury bilansów banków handlowych, czy szerzej uniwersalnych dotyczą zarówno zobowiązań (m.in. depozytów), jak i aktywów. Podstawowym zagrożeniem nie jest więc (w takim stopniu, jak miało to miejsce wcześniej) „*run* indywidualnych deponentów na banki,” a niewypłacalność kredytobiorców i spadek jakości portfela kredytowego. Dopiero te czynniki mogą prowadzić do *runu* ze strony podmiotów instytucjonalnych (działających na rynku hurtowym) i tak zwanego „wyschnięcia” płynności. Co istotne przy takiej sekwencji zdarzeń, przykład krajów skandynawskich z początku lat dziewięćdziesiątych pokazuje, iż pojawienie się problemów związanych z aktywami banków jest trudne do przewidzenia.

Dodatkowo, przy kreacji pieniądza bankowego (kredytowego) wymagany poziom rezerwy obowiązkowej nie odgrywa już tak znaczącej roli, ponieważ akcja kredytowa jest w coraz mniejszym stopniu finansowana z depozytów, a jeżeli nawet, to banki są w stanie w łatwy i tani sposób się refinansować. Przyczynił się do tego rozwój rynków kapitałowych oraz rynku międzybankowego, a także pojawienie się nowych instytucji gromadzących oszczędności podmiotów gospodarczych. Implikuje to występowanie znaczących słabości w kanale transmisji polityki pieniężnej.

Ponadto, wykrywanie samego boomu kredytowego i powstających w jego wyniku baniek spekulacyjnych jest zjawiskiem niezwykle trudnym i czasochłonnym. W rzeczywistości, zjawisko inflacji cen dóbr konsumpcyjnych pojawia się dopiero wtedy, gdy taka bańka pęknie<sup>65</sup>. W związku z powyższym, także reakcja banku centralnego będzie charakteryzowała się pewnym opóźnieniem (wydłużonym o czas przebiegu procesu transmisji monetarnej). W literaturze jest również podkreślany fakt, iż małe zmiany wysokości stóp procentowych nie wywołają pożądaných rezultatów w gospodarce, z uwagi na znacznie wyższe stopy zwrotu oczekiwane przez spekulantów. Większe wahania mogą natomiast prowadzić do recesji<sup>66</sup>.

Kolejne problemy (dotyczące gospodarek państw Europy Środkowej i Wschodniej) wiążą się z członkostwem w organizacji gospodarczej, jaką jest Unia Europejska oraz z przyjęciem wspólnej waluty. Brak ograniczeń w przepływie kapitału, będący jednym z fundamentów Unii, szczególnie, gdy jest połączony z systemem sztywnego kursu walutowego, redukuje efektywność prowadzonej polityki pieniężnej, ponieważ w przypadku jej zacieśniania, prowadzi do napływu kapitału zagranicznego zachęconego wyższymi krajowymi stopami procentowymi, co w efekcie jeszcze bardziej wzmacnia ekspansję kredytową, tym razem finansowaną niewysterylizowanym (aby nie poluzniać polityki pieniężnej) napływem krótkoterminowego, taniego kapitału denominowanego w walutach obcych. W ten sposób, restrykcja monetarna zakończy się tylko i aż zmianą struktury walutowej nowo udzielanych kredytów. Zjawisko to jest wspierane postępującą euroizacją gospodarek, silnie widoczną szczególnie w przypadku państw małych, nie dysponujących silną walutą krajową. Warto zaznaczyć, iż nawet w przypadku zmiennego kursu walutowego, władze monetarne nie wykorzystują

<sup>65</sup> A. J. Filardo, *Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Some Experimental Results*, FRB of Kansas City Working Paper No. 01-04, styczeń 2001, s. 1.

<sup>66</sup> P. Hoeller, D. Rae, *Housing Markets and Adjustment in Monetary Union*, OECD Economics Department Working Paper No. 550, 17.04.2007, s. 24; A. Hoffmann, *An Overinvestment Cycle...*, *op. cit.*, s. 727; G. Caprio Jr., *Safe and Sound Banking. A Role for Countercyclical Regulatory Requirements?*, World Bank Policy Research Working Paper No. 5198, luty 2010, s. 7; G. Schnabl, A. Hoffmann, *Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles...*, *op. cit.*, s. 1226.

chętnie polityki pieniężnej. Jest to spowodowane znacznymi wahaniami kursu wymiennego, do jakich dochodzi w wyniku zmian poziomu stóp procentowych<sup>67</sup>.

Kolejnym wartym omówienia aspektem jest osiągnięcie pełnej konwergencji nominalnej, związanej z przyjęciem wspólnej waluty, przed dopełnieniem procesu konwergencji realnej. W takim przypadku polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego nie będzie w stanie odpowiedzieć na wzrost produktywności w nowych państwach członkowskich, który poprzez kanał popytowy doprowadzi do zwiększenia się poziomu inflacji (czego rezultatem może okazać się boom kredytowy). W przypadku wystąpienia boomów kredytowych, nie posłuży ona jako instrument stabilizujący, z uwagi na minimalne, a nawet nieistotne konsekwencje takich zdarzeń dla gospodarki całej Unii (zsumowana ekspansja kredytowa w Czechach, na Węgrzech i w Polsce, stanowi tylko ułamek procentu wolumenu kredytów udzielonych w całej strefie euro)<sup>68</sup>. W takiej sytuacji, rolę polityki pieniężnej będą musiały przejąć polityka fiskalna oraz regulacje ostrożnościowe dotyczące funkcjonowania rynków finansowych.

Na koniec należy podkreślić, iż ewentualny boom kredytowy może nie dotyczyć całej gospodarki, ale poszczególnych jej sektorów. Reakcja władz monetarnych wywrze natomiast wpływ na funkcjonowanie wszystkich podmiotów gospodarczych, co nie zawsze jest rozwiązaniem pożądanym z punktu widzenia danego państwa. W takim przypadku politykę banku centralnego należy nakierować na stabilizację takich czynników, jak marża odsetkowa. Mogą do tego służyć wysoka premia za ryzyko, koszty transakcyjne i operacyjne, czy system podatkowy. Oczywiście, w celu zahamowania ekspansji kredytowej, poziom marży odsetkowej musi być odpowiednio wysoki. Jednakże, konkretna wysokość, na jakiej należy ją utrzymywać, nie jest znana. Do podwyższenia premii za ryzyko można również wykorzystać politykę kursu walutowego. Zwiększenie jego elastyczności doprowadzi do wzrostu oczekiwanej premii za ryzyko walutowe, co w efekcie

<sup>67</sup> A. Sławiński, *Znaczenie czynników ryzyka towarzyszących wchodzeniu Polski do ERM2 i do strefy euro*, Referat na Kongres Ekonomistów Polskich, Warszawa 29-30 listopada 2007, s. 8.

<sup>68</sup> M. Brzoza-Brzezina, *Lending Booms in Europe's Periphery: Will Euro Adoption Master?*, ECB Working Paper No. 543, listopad 2005; M. Czaplicki, *Zagrożenie boomem kredytowym w obliczu przystąpienia Polski i innych nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej do strefy euro*, „Bezpieczny Bank,” nr 3 (45)/2011, s. 124.

spowoduje wzrost kosztu kredytów denominowanych w walutach obcych i może zahamować ekspansję tego rodzaju finansowania.

Ostatnią metodą wpływania na zachowanie banków wydaje się być perswazja moralna. Jest ona jednym z narzędzi polityki pieniężnej banku centralnego obok instrumentów kontroli ogólnej i selektywnej. W przypadku nieefektywności innych działań, to właśnie rekomendacje naczelnej instytucji monetarnej przedstawiane bankom handlowym mogą zwrócić uwagę na kształtujące się niebezpieczeństwa oraz zagrożenie ewentualnymi przeciwdziałaniami, które mogą zostać przez nią zastosowane. Warto podkreślić, iż pomimo niewiążącego charakteru tych zaleceń instytucje finansowe zazwyczaj do nich się stosują<sup>69</sup>. W końcu, kluczowego znaczenia może nabrać wzrost niepewności co do zachowania banku centralnego, co J. Corrigan nazwał konstruktywną niejednoznacznością (ang. *constructive ambiguity*)<sup>70</sup>. Oznacza ona, iż bank centralny zachowuje prawo do interwencji w celu zachowania stabilności finansowej (na przykład w formie pożyczkodawcy ostatniej instancji), ale nie daje żadnych gwarancji *explicite* ani *implicite* dla instytucji finansowych, że wyciągnie je z tarapatów. Prowadzi to do spadku tolerancji ryzyka i poprzez opisywany wcześniej kanał ryzyka przyczynia się do ograniczenia ekspansji kredytowej.

### 3.2. Polityka fiskalna a stabilizacja sektora finansowego

W przypadku, gdy nie może zostać wykorzystana polityka pieniężna, naturalną alternatywą wydaje się być polityka fiskalna. Ważnym jest jednak dostrzeżenie w niej nie tylko roli substytutu, ale także dobra komplementarnego, gdyż w samej stabilizacji sytuacji makroekonomicznej kluczowym elementem jest zapewnienie zrównoważonej pozycji fiskalnej oraz prowadzenie wiarygodnej, antycyklicznej polityki budżetowej. Sformułowanie to nabiera szczególnego znaczenia w obliczu przyjęcia euro, kiedy to automatyczne stabilizatory będą

<sup>69</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 71-72.

<sup>70</sup> A. Crockett, *Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy?*, „Federal Reserve Bank of Kansas Proceedings,” 1997, s. 28.



głównym czynnikiem wygładzającym cykl koniunkturalny. W związku z tym, należy wzmocnić ich działanie wydłużając horyzont prowadzonej polityki fiskalnej<sup>71</sup>. Konieczny jest przy tym wzrost roli ministra finansów (bądź niezależnych kolegów) przy ustalaniu budżetu i poziomu deficytu budżetowego oraz stabilizacja reguł związanych ze wzrostem określonych wydatków, czy samej wartości salda budżetowego i zagregowanego długu. Zacieśnienie polityki fiskalnej rządu pomoże w ograniczeniu presji popytowej wynikającej z nadmiernej akcji kredytowej, która może skutkować przegrzaniem się gospodarki, jak miało to miejsce w Portugalii. Zapewni ono również stabilność gospodarki, co zwiększy pewność inwestorów zagranicznych i pomoże zapobiec wycofywaniu przez nich krótkookresowych kapitałów.

Innym, godnym uwagi pomysłem, jest wprowadzenie antycyklicznego, ostrożnościowego opodatkowania kredytów, czy płatności odsetkowych (ang. *prudential taxation*). Środki z niego pochodzące mogłyby być gromadzone w specjalnym funduszu, który ewentualnie służyłby później do redukcji negatywnych skutków związanych z problemami banków<sup>72</sup>. Można również oczekiwać wprowadzenia progresywnego podatku od nieruchomości<sup>73</sup>. Pozyskane w ten sposób środki, rząd powinien przeznaczyć na rozwój sektora budownictwa. Niezbędnym jest także zastosowanie czynników, niekoniecznie odnoszących się do polityki fiskalnej, ale leżących w gestii władzy ustawodawczej i wykonawczej, takich jak zmiana regulacji dotyczących wynajmu lokali mieszkaniowych (ich urynkowieniu poprzez zwiększenie praw właścicieli, na przykład dotyczących możliwości wypowiedzenia umowy) oraz uporządkowanie stosunków związanych z własnością nieruchomości, a także przygotowanie kompletnych planów zagospodarowania przestrzennego. Może się to przyczynić do wzrostu podaży na rynku nieruchomości, co w efekcie doprowadzi do spadku cen i zahamuje tworzącą się bańkę spekulacyjną.

<sup>71</sup> P. Honohan, *Banking System Failures...*, *op. cit.*, s. 18.

<sup>72</sup> O. Jeanne, *Dealing with Credit Booms and Busts: the Case for Prudential Taxation*, uwagi na Konferencji "Building an International Monetary and Financial System for the 21<sup>st</sup> Century: Agenda for Reform", Nowy Jork, listopad 2008.

<sup>73</sup> P. Backé *et al.*, *Credit Growth in Central and Eastern Europe Revisited*, OeNB, Focus on European Economic Integration 2/07, s. 74.



Na koniec warto przedstawić kilka innych rozwiązań związanych z polityką rządu, mogących wywrzeć wpływ na strukturę i wielkość akcji kredytowej banków. Mianowicie, może ona wpłynąć na wzrost oszczędności podmiotów gospodarczych, co przyczyni się do ograniczenia finansowania zagranicznego (to znaczy finansowania akcji kredytowej banków ze środków pochodzących z zagranicy)<sup>74</sup>. Aby ograniczyć ryzyka związane z zaciąganiem zobowiązań denominowanych w walutach obcych istotną jest redukcja wszelkich ograniczeń handlu zagranicznego. Wynikająca z takiego posunięcia większa otwartość gospodarki przyczyniłaby się do polepszenia możliwości zabezpieczenia się dla sektora prywatnego<sup>75</sup>.

Ostatnim, istotnym aspektem w prowadzonej dyskusji jest zapewnienie: elastyczności rynków czynników produkcji (między innymi poprzez ich liberalizację i deregulację) oraz wzrostu produktywności<sup>76</sup>. Przy ograniczonej elastyczności kursu walutowego (w obliczu przystąpienia do unii walutowej) pozwoli to na stabilizację poziomu inflacji poprzez dostosowania płac i kosztu kapitału<sup>77</sup>.

### **3.3. Ograniczanie akcji kredytowej przez polityki nadzorczą i ostrożnościową**

Zazwyczaj władze mają jednak do czynienia z sytuacją, gdy same działania związane z politykami pieniężną oraz fiskalną nie wystarczają do zahamowania boomu kredytowego. Poszukuje się wtedy innych rozwiązań, wśród których najczęściej wymieniane jest wzmocnienie regulacji i nadzoru bankowego. Działania nadzorcze i regulacyjne mogą pomóc zahamować albo przynajmniej ograniczyć wzrost akcji kredytowej i zabezpieczyć jakość aktywów bankowych. Pozwolą one na wzmocnienie pozycji finansowej banków oraz zapewnienie stabilności sektora. Tak wygląda tradycyjne, pasywne stanowisko przyjmowane w literaturze przedmiotu. Zgodnie z nim, polityki nadzorcza bądź regulacyjna powinny być

<sup>74</sup> C. B. Rosenberg, M. Tirpák, *Determinants...*, *op. cit.*, s. 18.

<sup>75</sup> *Ibidem*.

<sup>76</sup> R. Bems, P. Schellekens, *Finance and Convergence...*, *op. cit.*, s. 1, 28, 30.

<sup>77</sup> A. Sławiński, *Polska w strefie euro...*, *op. cit.*, s. 2.

aktywnie wykorzystywane dopiero w drugiej kolejności. Służą one do utrzymywania stabilności i pewności rynku przy wysokim wzroście kredytów, polegającym na redukowaniu wrażliwości i tworzeniu buforów bezpieczeństwa. Mogą także pomóc przy przygotowaniu się na moment kryzysowy. W takiej sytuacji, kluczowymi pozostają jednak działania związane z fundamentalną reorientacją założeń makroekonomicznych<sup>78</sup>.

Wśród środków ostrożnościowych, które mogą zostać zastosowane w celu zmniejszenia ryzyka wystąpienia boomu kredytowego, jak i ograniczenia jego ewentualnych negatywnych skutków, na pierwszym miejscu należy wymienić zmiany w poziomie, jak i sposobie obliczania współczynnika adekwatności kapitałowej. Warto przy tym pamiętać, iż przy założeniu, że twierdzenie Modiglianiego-Millera nie jest w pełni odzwierciedlone w rzeczywistości<sup>79</sup>, podwyższenie wymogów kapitałowych może zahamować akcję kredytową banków<sup>80</sup>. Podstawowy problem odnosi się jednak do tego, czy wartość referencyjna tego współczynnika wprowadzona w 1988 roku (wtedy jako współczynnik wypłacalności) z późniejszymi modyfikacjami dotyczącymi struktury kapitału regulacyjnego jest dostosowana do małych gospodarek państw przechodzących proces konwergencji ekonomicznej, czy też do dużych gospodarek zachodnich<sup>81</sup> i o ile należałoby ją podnieść. Ważne jest także, aby nie była ona uzależniona wyłącznie od czynników mikro-, ale również makroekonomicznych<sup>82</sup>. Powyższe

<sup>78</sup> R. Bems, P. Schellekens, *Finance and Convergence...*, *op. cit.*, s. 4. Badania ekonomiczne wykazują, iż banki w krajach z silniejszą regulacją statystycznie lepiej poradziły sobie z kryzysem finansowym. Por. A. Beltratti, R. M. Stulz, *Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study on the impact of governance and regulation*, NBER Working Paper No. 15180, lipiec 2009, s. 21.

<sup>79</sup> D. Longworth, *A Survey of Macroprudential Policy Issues*, <http://www2.carleton.ca/economics/ccms/wp-content/ccms-files/brownbag-paper-110329.pdf>, 24 marca 2011, s. 13.

<sup>80</sup> Musząc pozyskać droższe niż do tej pory kapitały własne, banki „odbijają” to sobie na swoich klientach, podnosząc oprocentowanie kredytów, co bezpośrednio prowadzi do spadku popytu na tę formę finansowania zewnętrznego.

<sup>81</sup> P. Honohan, *Banking System Failures...*, *op. cit.*, s. 20. Podobne wątpliwości nasuwają się w stosunku do zmian wprowadzonych w Bazylei III, które mimo iż zostały przygotowane dla największych banków, poprzez ich implementacje w gospodarkach wschodzących będą się odnosiły również do banków małych, a także tych o innej charakterystyce i podstawach działalności, tak jak banki spółdzielcze w Polsce.

<sup>82</sup> S. Schadler *et al.*, *Credit Booms, Demand Booms, and Euro Adoption*, artykuł na Konferencję nt. Challenges for Central Banks in an Enlarged EMU, Austrian National Bank, 20-21.02.2004, s. 12; G. Caprio Jr., *Safe...*, *op. cit.*, s. 9-10. Odpowiedzią na to wezwanie jest wprowadzenie w Bazylei III

wnioski może potwierdzać obserwacja banków w państwach Europy Środkowej i Wschodniej, gdzie pomimo kryzysu i wzrostu zagrożeń związanych z akcją kredytową współczynnik adekwatności kapitałowej banków był utrzymywany na poziomie zdecydowanie wyższym niż wymagany. Kluczową jest więc zmiana wag ryzyka przypisywanych konkretnym rodzajom należności bankowych, a w szczególności tym, które są wyrażone w walutach obcych<sup>83</sup>. Wydaje się również, iż większa rola w ich ustalaniu powinna przypadać nadzorcom krajowym, wbrew temu, co postulują nowe dyrektywa i rozporządzenie kapitałowe (odpowiednio CRD IV i CRR) w Unii Europejskiej. Interesującą propozycją jest także zmienianie wysokości współczynnika adekwatności kapitałowej, na zasadach zbliżonych do tego, jak bank centralny steruje stopami procentowymi<sup>84</sup>.

Środki nadzorcze powinny być skierowane na eliminację bądź ograniczenie konkretnych rodzajów ryzyk, w szczególności kredytowego, kursu walutowego oraz płynności (związanego z zapadalnością pozycji w bilansach banków)<sup>85</sup>. Istotne są: znacznie ściślejsza i bardziej zróżnicowana klasyfikacja pożyczek, czy kredytów oraz ściślejsze reguły dotyczące odprowadzania rezerw, a także zwrócenie większej uwagi na konkretne rodzaje finansowania i ich cele. Sam wskaźnik utrzymywanych rezerw może zostać podniesiony poprzez odpowiednią politykę podatkową, dotyczącą na przykład możliwości odliczenia od podatku strat wynikających z nieodzyskania należności kredytowych. Podążając dalej za tą myślą należy

---

bufora antycyklicznego. Niemniej jednak, mimo swojej skuteczności w okresach boomu, antycykliczne wymogi kapitałowe mogą stać się nieefektywne w czasie kryzysu. Przemawia za tym zachowanie samych banków, które podczas recesji zwiększają swoje kapitały, poszukują płynności rynkowej oraz delewarują pasywa. Celem takiego działania jest zapobiegnięcie negatywnym skutkom *runów*, ale także chęć wykupienia przecenionych w wyniku wyprzedaży aktywów innych instytucji finansowych.

<sup>83</sup> European Central Bank International Relations Committee Task Force on Enlargement, *Macroeconomic and financial stability challenges for accession and candidate countries*, ECB Occasional Paper No. 48, lipiec 2006, s. 65; D. Longworth, *op. cit.*, s. 15; W. H. Buiter, *Lessons from the global financial crisis for regulators and supervisors*, referat przygotowany na 25<sup>th</sup> anniversary Workshop "The Global Financial Crisis: lessons and Outlook," Advanced Studies Program of the IFW, Kilonia 8-9 maja 2009, s. 7-8.

<sup>84</sup> Nie tylko prowadziłoby to do budowania buforów bezpieczeństwa, mających chronić banki przed skutkami kryzysu, ale również skutkowałoby ograniczeniem akcji kredytowej, a więc oddaleniem perspektywy wybuchu kryzysu. Oczywiście, ustalenia wymagałyby kwestie, kto i na jakich zasadach wartością owego współczynnika miałby sterować. Ch. Goodhart, A. Persaud, *A proposal for how to avoid the next crash*, Financial Times, 31 stycznia 2008; Ch. Goodhart, A. Persaud, *A party pooper's guide to financial stability*, Financial Times, 5 czerwca 2008.

<sup>85</sup> P. Hilbers *et al.*, *op. cit.*, s. 30.

również zaostrzyć regulacje dotyczące: limitów zajmowanych przez banki pozycji walutowych – bezpośrednich oraz pośrednich, unikania niedopasowania terminów rozliczenia aktywów i zobowiązań (w różnych walutach; w przypadku ich występowania konieczne jest aktywne zarządzanie), koncentracji ekspozycji kredytowej w poszczególnych sektorach gospodarki oraz przepisy ograniczające możliwość finansowania poprzez krótkoterminowe pożyczki, szczególnie te z zagranicy. Warto również podkreślić rolę wprowadzenia wyższych wymagań przy udzielaniu kredytów, dotyczących rodzaju i poziomu zabezpieczeń, ale również maksymalnej wartości wskaźnika obsługi długu (czy wartości samego zadłużenia) do dochodu podmiotów gospodarczych<sup>86</sup>, waluty ich zobowiązań i przychodów<sup>87</sup> oraz wskaźnika wysokości kredytu do wartości zabezpieczenia. Należy także poddać surowszej ocenie poziom dźwigni finansowej przedsiębiorstw<sup>88</sup>.

Ponadto, decyzje o wprowadzaniu konkretnych środków ostrożnościowych oraz same sposoby ich pomiaru powinny bazować na dłuższym horyzoncie czasowym, na który wyznaczane będzie ryzyko<sup>89</sup>. Kluczowym jest także możliwie szybkie wprowadzenie niezbędnych zmian, ponieważ, z uwagi na duże przesunięcia czasowe, zaostrzanie regulacji dopiero w momencie, w którym pojawiają się problemy nie daje odpowiednich rezultatów<sup>90</sup>. Do tego potrzebna jest jednak pełna informacja dotycząca zarówno kondycji banków, jak i całej gospodarki, będąca obecnie najczęściej (w dominującym modelu niemieckim) współdzielona przez nadzorcę bankowego i bank centralny, co utrudnia jej właściwą i sprawną ocenę. Co

<sup>86</sup> *Ibidem*. W Polsce podobne przesłanki przyświecały wprowadzonej w lutym 2010 roku Rekomendacji T. Komisja Nadzoru Finansowego, *Rekomendacja T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych*, KNF, luty 2010.

<sup>87</sup> Dobrym przykładem jest tutaj wprowadzona w Polsce Rekomendacja S, na podstawie której banki oceniając zdolność kredytową powinny zakładać dwudziestoprocentową deprecjację złotego (niestety, w przypadku tej rekomendacji nie określono parametrów liczenia zdolności kredytowej). S. Zajączkowski, D. Żochowski, *Housing Loans Growth, Foreign Currency Risk and Supervisory Response: the Polish Case*, referat zaprezentowany na konferencji “Monetary Policy Challenges Resulting from Rapid Credit Growth in Converging Economies,” Narodowy Bank Polski, Warszawa 22-23 listopada 2009, s. 23. Dodatkowo, klient, aby otrzymać kredyt denominowany w obcej walucie powinien wykazać, że ma w niej wyrażone dochody bądź może dostarczyć odpowiednie zabezpieczenie.

<sup>88</sup> G. Illing, *Financial Fragility...*, *op. cit.*, s. 21.

<sup>89</sup> J. Saurina, G. Jimenez, *Credit Cycles...*, *op. cit.*, s. 88-89; C. Borio, C. Furfine, P. Lowe, *Procyclicality...*, *op. cit.*, s. 25.

<sup>90</sup> M. Josefsson, *Rapid Credit Growth – The Role of Supervisors* [w:] *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning?*, C. Enoch, I. Ötker-Robe (red.), Palgrave Macmillan, Nowy Jork 2007, s. 139.

więcej, obecnie dostępne wiadomości o sytuacji banków powinny zostać rozszerzone o informacje odnoszące się do sytuacji finansowej pośrednika finansowego, sposobów zarządzania ryzykiem oraz polityki i praktyki kontroli wewnętrznej. Podmioty te powinny być prawnie zobligowane do dostarczania takich danych do instytucji odpowiedzialnej za nadzór bankowy. Dzięki temu, mogłyby zostać wyodrębnione spośród nich banki potencjalnie zagrożone, prowadzące agresywną politykę kredytową. Istotnego znaczenia nabiera zwiększenie częstotliwości przeprowadzania kontroli w bankach oraz ich monitorowania. Kluczowe jest również regularne przeprowadzanie tak zwanych *stress-testów*. Należy przeprowadzić reformy mające na celu dalsze wzmocnienie prywatnego monitoringu rynkowego. Badania wskazują, iż poprawa jego jakości skutkuje wzmocnieniem pozycji banków<sup>91</sup>. Do redukcji problemów związanych z monitorowaniem oraz nadzorowaniem może się również przyczynić ograniczenie wielkości banków, a także znaczące zredukowanie możliwości tworzenia przez nie konglomeratów finansowych (ang. *too big to monitor, too big to control, too big to discipline*, a w końcu *too big to fail, czy too big to save*).<sup>92</sup>

Instytucje nadzorcze powinny być wyposażone w odpowiednią siłę wykonawczą oraz sankcjonującą, pozwalającą im na prawidłowe egzekwowanie wprowadzanych reguł, a także znaczącą niezależność. Ponadto, powinno się im umożliwić kontrolowanie nie tylko samych banków, ale również innych podmiotów sektora finansowego, w tym w szczególności instytucji parabankowych, czyli takich, które nie podlegają dotychczasowym regulacjom prowadząc działalność zbliżoną do tej charakteryzującej banki<sup>93</sup>. Dużego znaczenia, szczególnie w obliczu znaczącego udziału kapitału zagranicznego w sektorze bankowym regionu, nabiera również zagwarantowanie transgranicznej współpracy instytucji nadzorczych. Ma to szczególną wagę, w przypadkach, gdy banki zagraniczne działają poprzez swoje oddziały. Taka praktyka ich funkcjonowania dominuje na przykład w państwach

<sup>91</sup>J. R. Barth *et al.*, *Bank Regulation and Supervision: what works best?*, NBER Working Paper No. 9323, listopad 2002, s. 9, 25-26, 32.

<sup>92</sup>*Ibidem*, s. 5.

<sup>93</sup> To znaczy prowadzących pośrednictwo finansowe: przyjmujących wkłady od podmiotów gospodarczych i udzielających pożyczek, czy kupujących papiery wartościowe.

bałtyckich<sup>94</sup>. W opisywanej sytuacji niezmiernie istotnym jest zapewnienie wymiany informacji, wspólnej koordynacji oraz doskonalenie systemów nadzorczych. Może działać się to pod auspicjami Komitetu Europejskich Nadzorców Bankowych, czy też w ramach jednej, scentralizowanej instytucji<sup>95</sup> – ogólnoeuropejskiej komisji nadzoru bankowego, czy szerzej, finansowego<sup>96</sup>. Powinna zostać ona wyposażona nie tylko w odpowiednie narzędzia, ale również środki finansowe, w związku z czym pełniłaby nie tylko funkcje kontrolne ale także stabilizacyjne. Alternatywą jest utworzenie odrębnego funduszu, gromadzącego rezerwy w czasach ekspansji gospodarczej (zapobiegając przegrzaniu) i wykorzystującego je w okresach recesji (redukując jej negatywne konsekwencje)<sup>97</sup>. Środki na ten cel mogłyby być pozyskiwane dzięki wprowadzeniu specjalnego podatku od nadmiernej ekspansji kredytowej (na przykład procent od kredytów udzielonych powyżej wyznaczonego limitu – absolutnego, czy relatywnego<sup>98</sup>). Pomysł ten jest o tyle ciekawy, o ile to właśnie procykliczność działalności kredytowej przyczynia się do powstania największych problemów, powodując, że w czasie ekspansji niedoceniane i niedoszacowywane są ryzyka z nią związane. W takiej sytuacji niezbędne jest wprowadzenie automatycznych standardów

<sup>94</sup> N. Tamirisa, D. Igan, *Are Weak Banks Leading Credit Booms? Evidence from Emerging Europe*, IMF Working Paper No. WP/08/219, wrzesień 2008, s. 13.

<sup>95</sup> P. Bednarski, D. Starnowski, *Home and Host Supervisors' Relations – A Host Supervisor's Perspective* [w:] *Rapid Credit Growth...*, C. Enoch, I. Ötcher-Robe (red.), *op. cit.*, s. 342.

<sup>96</sup> K. Rybiński, *Rapid Credit Growth in Converging Economies – the Challenges Ahead*, referat na International Conference of Central Bankers and Economic Educators "Monetary Policy Challenges Resulting from the Rapid Credit Growth in Converging Economies," Warszawa 22-23 listopada 2007, s. 3. Takie rozwiązanie instytucjonalne mogłoby się jednak wiązać z licznymi problemami i zagrożeniami, jak te wskazywane jako wady obecnych zmian regulacyjnych w Europie: centralizacją zarządzania kapitałem i płynnością w bankach, która oznacza dalszą liberalizację tych przepływów kapitałowych; utrzymywaniem przez holdingi bankowe wyższych kapitałów w zagranicznych oddziałach, a niższych w domu, przez co mogą one zaoferować akcjonariuszom wyższą stopę zwrotu; możliwością transferowania aktywów pomiędzy filiami i ich koncentracją w różnych państwach; abstrahowaniem od różnic pomiędzy narodowymi cyklami koniunkturalnymi oraz aktywów, a także poziomem rozwoju gospodarczego i rozwoju systemu finansowego. Por. m.in. M. Brunnermeier *et al.*, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy 11, International Center for Monetary and Banking Studies, Genewa styczeń 2009, s. 54, 60, 61.

<sup>97</sup> D. Gros, S. Micossi, *A call for European Financial Stability Fund*, CEPS Commentary, 30 października 2008, D. Gros, *Collapse in Eastern Europe? The Rationale for a European Financial Stability Fund*, CEPS Commentary, 25 lutego 2009; F. Nauschnigg, *European Economic Integration - Economic benefits and risks – Fast credit growth, volatility of capital flows and foreign currency circulation*, artykuł przygotowany na konferencję „Financial stability around the Euro area in the context of global market turmoil,” Euro 50 Group Meeting, Budapeszt 1-2 lipca 2008, s. 5.

<sup>98</sup> *Ibidem*.



regulacyjnych oraz regulacji o makroostrożnościowym charakterze<sup>99</sup>. Interesującym sposobem ograniczenia, czy wręcz eliminacji zagrożeń związanych z procyklicznością akcji kredytowej banków jest dynamiczne kształtowanie wartości rezerw (ang. *dynamic provisioning*) oraz antycykliczne zmienianie wysokości dopuszczalnego wskaźnika wartości kredytu do jego zabezpieczenia (ang. *loan-to-value ratio*). Dotychczasowe przypadki wprowadzenia tych rozwiązań wskazują, że ich wpływ na stabilność banków oraz systemu finansowego jest pozytywny i istotny. Wzrost wartości rezerw w czasie *boomu* może służyć jako samodzielny stabilizator. Niestety, w gospodarkach wschodzących nie ma długich stabilnych serii danych, które mogłyby pomóc w zbudowaniu właściwych modeli i określeniu konkretnych wskaźników regulacyjnych. Można jednak sformułować proste zależności pozwalające przybliżyć pożądane efekty. Na przykład, możliwym jest aktualizowanie wartości współczynnika adekwatności kapitałowej o wysokość zmiany poziomu Produktu Krajowego Brutto<sup>100</sup>. Niemniej jednak, podnoszone bywa, iż stosowanie takich reguł, może być sprzeczne ze standardami rachunkowości oraz często obniża przejrzystość kształtowania się jakości aktywów<sup>101</sup>. Ponadto, jak unaocniają przykłady Hiszpanii (system statystycznych rezerw kredytowych) oraz Hongkongu (restrykcyjne wymagania odnośnie współczynnika LTV), nakreślone powyżej metody nie zawsze eliminują problemy boomów kredytowych oraz baniek spekulacyjnych na rynku nieruchomości<sup>102</sup>.

Innym aspektem związanym z procyklicznością sektora finansowego jest zmienny poziom płynności na rynkach finansowych. Najważniejszymi rozwiązaniami w tym zakresie są limity dźwigni finansowej stosowanej przez pośredników finansowych (a więc nie tylko banki) oraz ograniczenia, czy

<sup>99</sup> Czyli takich, które skupiają się na systemie jako całości, a nie na pojedynczych instytucjach. Ich celem jest promocja stabilności całego systemu finansowego i ewentualne ograniczenie kosztów jej utraty.

<sup>100</sup> C. Borio *et al.*, *Procyclicality...*, *op. cit.*, s. 49.

<sup>101</sup> S. Sirtaine, I. Skamnelos, *Credit Growth in Emerging Europe. A Cause for Stability Concerns?*, World Bank Policy Research Working Paper No. 4281, lipiec 2007, s. 32; J. Saurina, G. Jimenez, *Credit Cycles...*, *op. cit.*, s. 91.

<sup>102</sup> C. Borio, *Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism*, artykuł przygotowany na BIS-HKMA research conference on "Financial Stability: Towards a Macroprudential Approach," Hong Kong 5-6 lipca 2010, s. 6; R. Moreno, *Policymaking from a "macroprudential" perspective in emerging market economies*, BIS Working Papers No. 336, styczeń 2011, s. 12.

opodatkowanie utrzymywania przez nich niedopasowanych terminów zapadalności pozycji po obu stronach bilansu (zależne również od tego z jak bardzo „lepkimi” pozycjami mamy do czynienia<sup>103</sup>). Ciekawym pomysłem może być ewentualne dostosowywanie mnożnika wymogów kapitałowych w oparciu o istotność oraz skalę niedopasowania terminów zapadalności pozycji bilansowych<sup>104</sup>. Limity oraz wymogi powinny również objąć utrzymywane pozycje walutowe oraz odprowadzanie od nich dodatkowych rezerw<sup>105</sup>. To wszystko, wraz z podniesionymi wymogami kapitałowymi przyczyni się do wzrostu *spreadów* na rynku międzybankowym i w samych bankach (pomiędzy kredytami i depozytami)<sup>106</sup>.

Warto zwrócić również uwagę na możliwe środki zmierzające do poprawienia dyscypliny rynkowej i „kultury kredytowej.” Zaliczane są do nich: utworzenie rejestru kredytowego, biur kredytowych, a także zwiększenie dostępu banków do informacji o kredytobiorcach<sup>107</sup>. Należy również rozważyć zmianę schematów wynagradzania pracowników w bankach.

W końcu, jeżeli powyżej opisane działania okażą się nieskuteczne, władzom pozostaje zastosowanie restrykcyjnych środków administracyjnych. Podstawowym narzędziem są w omawianym przypadku limity kredytowe (absolutne albo relatywne – na przykład w odniesieniu do poziomu PKB), dotyczące całej akcji kredytowej banków, bądź też określające maksymalne dopuszczalne zaangażowanie instytucji finansowych w danym segmencie klientów (gospodarki), czy branży, a także ograniczające finansowanie w walutach obcych.

Innym sposobem kontrolowania rozmiarów ekspansji kredytowej jest ustalanie limitów wzrostu poziomu aktywów<sup>108</sup>. Mogą one dotyczyć konkretnych rodzajów aktywów, czy ich waluty. Niemniej jednak, działania takie mogą okazać się

<sup>103</sup> Na przykład depozytami ludności i banków (z rynku międzybankowego).

<sup>104</sup> A. Persaud, *Macro-Prudential Regulation*, ECMI Commentary No. 25/4, sierpień 2009, s. 5.

<sup>105</sup> G. Galati, R. Moessner, *Macroprudential policy – a literature review*, BIS Working Paper No. 337, luty 2011, s. 11. Warto zaznaczyć, iż Uchwała Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 10 marca 2010 roku nakazuje utrzymywanie przez banki wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka walutowego (patrz Załącznik 6).

<sup>106</sup> Warto podkreślić, iż kapitał trzymany przez banki ma służyć pokryciu nieoczekiwanych strat, a nie tych oczekiwanych (te mają być pokryte przez środki pochodzące właśnie z podwyższenia *spreadów*).

<sup>107</sup> W Polsce od 1997 roku istnieje Biuro Informacji Kredytowej, które zastąpiło utworzony w 1991 roku przy Związku Banków Polskich „Bankowy rejestr klientów czasowo nie wywiązujących się z zobowiązań.”

<sup>108</sup> P. Honohan, *Banking System Failures...*, *op. cit.*, s. 21.



nieskuteczne z powodu przenoszenia pośrednictwa bankowego za granicę, czy do słabiej nadzorowanych instytucji parabankowych. Możliwą jest również transformacja banków działających w formie spółek zależnych w oddziały zagranicznych instytucji finansowych. Z całą pewnością natomiast, wszelkie działania związane zarówno z zaostrzaniem polityki gospodarczej, nadzoru, jak i środków administracyjnych będą miały swój efekt w pogorszeniu konkurencyjności podmiotów krajowych w stosunku do zagranicznych i wywołają gwałtowne protesty.

## Podsumowanie

W świecie liberalizacji sektora finansowego i asymetrycznych możliwości finansowania różnych części gospodarki (szczególnie w podziale na sektory *tradables* i *nontradables*) niski poziom inflacji nie jest jedynym gwarantem stabilności ekonomicznej. Polityki stabilizacyjne powinny brać również pod uwagę wzrost poziomu kredytów i niesymetryczne reakcje poszczególnych branż i podmiotów gospodarczych<sup>109</sup>.

Gdy tempo ekspansji kredytowej jest bardzo szybkie, trudno jest odróżnić ryzyka makroekonomiczne od tych związanych z zasadami ostrożnościowymi (ang. *prudential risks*). Często dochodzi do sytuacji, gdy jedno towarzyszą drugiemu, a nawet wzmacniają się nawzajem. W związku z tym, władze, w odpowiedzi na zbliżające się niebezpieczeństwo, powinny wykorzystać zarówno narzędzia makroekonomiczne, jak i reguły ostrożnościowe oraz nadzorcze. Na przykład, wprowadzenie środków mających na celu zachowanie jakości zobowiązań kredytowych (poprzez kontrolę udzielania kredytów) skutkuje ograniczeniem akcji kredytowej (czy też zaciągania poszczególnych rodzajów zobowiązań), co może mieć negatywne implikacje dla gospodarki, a nawet stanu sektora finansowego. Z drugiej strony, poprzez prowadzenie wyważonej polityki gospodarczej, władze prawdopodobnie doprowadzą do ograniczenia nadmiernego zadłużania się, czego rezultatem okaże się wzrost jakości portfeli kredytowych banków. Dlatego też, decydenci powinni się skupić na skuteczności i przewidywaniu możliwych skutków wszystkich wymienionych działań dla całej gospodarki i sektora finansowego.

Wydaje się, iż konieczna jest wszechstronna reakcja, objawiająca się zarazem odpowiednim ukształtowaniem polityki gospodarczej oraz dostosowaniem nadzoru oraz reguł ostrożnościowych, w szczególności makroostrożnościowych. Te ostatnie będą odgrywały ważną rolę szczególnie w tych przypadkach, gdzie ze względu na pewne charakterystyki danych gospodarek, wykorzystanie polityki pieniężnej, czy fiskalnej będzie nieefektywne, bądź ograniczone, na przykład z uwagi na możliwość finansowania akcji kredytowej poprzez wzrost depozytów,

<sup>109</sup> A. Tornell, F. Westermann, *The Credit Channel...*, op. cit., s. 51-52.

czy zadłużenie zagraniczne (na przykład u banków-matek). Należy przy tym podkreślić, iż kluczową zaletą regulacji ostrożnościowych jest ich selektywność, czyli możliwość oddziaływania na poszczególne gałęzie gospodarki.

Niemniej jednak, zdecydowana większość instrumentów makroostrożnościowych w tym kształcie, w jakim są one obecnie wykorzystywane jest skierowana na kontrolę i zabezpieczanie kapitału banków (czyli jest z natury mikroostrożnościowa), podczas gdy pomijają one prawdziwe zagrożenie w postaci nadmiernego wzrostu akcji kredytowej (napędzanego przez krótkoterminowe jej finansowanie). Tymczasem, wzrost aktywów bankowych powinien odzwierciedlać wzrost PKB (tak, aby akcja kredytowa mogła być finansowana bezpośrednio z narastających oszczędności ludności oraz z nich spłacana). W związku z tym, im bardziej jej tempo przekracza tempo wzrostu PKB, tym wyższe powinny być współczynniki adekwatności kapitałowej, czy inne współczynniki ostrożnościowe, jak dźwignia, LTV, czy DTI (*debt-to-income*). Na tę właściwość regulacji makroostrożnościowych wskazują obecnie banki centralne, protestując przeciwko takiemu ich wykorzystaniu, które nie będzie uwzględniało skutków makro stabilizacyjnych<sup>110</sup>. Stanowi to interesujący kierunek badań, który staje się coraz bardziej popularny i zyskuje na znaczeniu z uwagi na kryzys finansowy lat 2007-09 i następujące po nim na całym świecie zmiany regulacji sektora finansowego.

<sup>110</sup> Czyli ich wykorzystania w celu stabilizowania akcji kredytowej, przez co wywierając wpływ na wielkość inwestycji pomagają domknąć lukę popytową, przyczyniając się do zmniejszenia i stabilizacji poziomu inflacji. Por. m.in. M. Belka, *Macroprudential safety net*, prezentacja na 10<sup>th</sup> IADI Annual Conference pod tytułem *Beyond the Crisis: The Need for Strengthened Financial Stability Framework*, Warszawa 19 października 2011 oraz J. Lipsky, *Keynote Speech*, prezentacja na 10<sup>th</sup> IADI Annual Conference pod tytułem *Beyond the Crisis: The Need for Strengthened Financial Stability Framework*, Warszawa 20 października 2011.

## Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte

1. Adrian T., Estrella A., Shin H. S., *Monetary Cycles, Financial Cycles, and the Business Cycle*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 421, styczeń 2010
2. Adrian T., Shin H. S., *Financial Intermediaries and Monetary Economics*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 398, październik 2009 (zmieniony w maju 2010)
3. Aghion P., Bacchetta P., Banerjee A., *Capital Markets and the Instability of Open Economies*, [w:] *The Asian financial crisis: causes, contagion and consequences*, Agénor P.-R., Miller M., Vines D., Weber A. (red.), wyd. 2, zm. i uzup., Cambridge University Press, Cambridge 2000, s. 167-190
4. Aghion P., Bacchetta P., Banerjee A., *Financial Liberalization and Volatility in Emerging Market Economies*, Swiss National Bank Working Paper 98.02, maj 1998
5. Allen F., Gale D., *Bubbles, Crises, and Policy*, „Oxford Review of Economic Policy,” tom 15 nr 3, 1999, s. 9-18
6. Backé P., Égert B., Walko Z., *Credit Growth in Central and Eastern Europe Revisited*, OeNB, Focus on European Economic Integration 2/07
7. Backé P., Wójcik C., *Catching-up and Credit Booms in Central and Eastern European EU Member States and Acceding Countries: An Interpretation within the New Neoclassical Synthesis Framework*, CESifo Working Paper No. 1836, październik 2006
8. Barth J. R., Caprio Jr. G., Levine R., *Bank Regulation and Supervision: what works best?*, „Journal of Financial Intermediation,” tom 13 wyd. 2, kwiecień 2004
9. Beltratti A., Stulz R. M., *Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study on the impact of governance and regulation*, NBER Working Paper No. 15180, Cambridge lipiec 2009
10. Bems R., Schellekens P., *Finance and Convergence: What's Ahead for Emerging Europe*, IMF Working Paper No. WP/07/244, Waszyngton listopad 2007
11. Berger A., Udell G., *The Institutional memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behavior*, „Journal of Financial Intermediation,” tom 13 wyd. 4, październik 2004, s. 458-495
12. Bernanke B. S., Gertler M., Gilchrist S., *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*, NBER Working Paper No. 6455, Cambridge marzec 1998
13. Boivin J., Lane T., Meh C., *Should Monetary Policy Be Used to Counteract Financial Imbalances?*, „Bank of Canada Review,” lato 2010, s. 23-36
14. Borio C., Furfine C., Lowe P., *Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options* [w:] *Marrying the macro- and*

- microprudential dimensions of financial stability*, BIS, BIS Papers No. 1, marzec 2001, s. 1-57.
15. Borio C., Lowe P., *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS Working Papers No. 114, lipiec 2002
  16. Borio C., Shim I., *What can (macro-)prudential policy do to support monetary policy?*, BIS Working Paper No. 242, grudzień 2007
  17. Borio C., Zhu H., *Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?*, BIS Working Papers No. 269, grudzień 2008
  18. Brunnermeier M., Crockett A., Goodhart Ch., Persaud A. D., Shin H. S., *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy 11, International Center for Monetary and Banking Studies, Londyn listopad 2009
  19. Brzoza-Brzezina M., *Lending Booms in Europe's Periphery: Will Euro Adoption Master?*, ECB Working Paper No. 543, listopad 2005
  20. Brzoza-Brzezina M., *Zagadnienie naturalnej stopy procentowej*, „Ekonomista” nr 4/2003, s. 457-477
  21. Calvo G. A., *Financial Crises and Liquidity Shocks: A Bank-run Perspective*, NBER Working Paper No. 15425, październik 2009
  22. Caprio Jr. G., *Safe and Sound Banking. A Role for Countercyclical Regulatory Requirements?*, World Bank Policy Research Working Paper No. 5198, Waszyngton luty 2010
  23. Crockett A., *Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy?*, „Federal Reserve Bank of Kansas Proceedings,” 1997, s. 7-36
  24. Czaplicki M., *Zagrożenie boomem kredytowym w obliczu przystąpienia Polski i innych nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej do strefy euro*, „Bezpieczny Bank,” nr 3 (45)/2011, s. 107-133
  25. Demchuk O., Łyziak T., Przystupa J., Sznajderska A., Wróbel E., *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2011 roku*, Materiały i Studia NBP, nr 270, 2012
  26. Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007
  27. Diamond D. W., Rajan R. G., *Illiquidity and interest rate policy*, NBER Working Paper No. 15197, lipiec 2009
  28. Enoch C., Ötker-Robe I. (red.), *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning?*, Palgrave Macmillan, Nowy Jork 2007
  29. Favara G., *An empirical reassessment of the relationship between finance and growth*, National Centre of Competence in Research Financial Valuation and Risk Management Working Paper No. 396, lipiec 2007
  30. Filardo A. J., *Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Some Experimental Results*, FRB of Kansas City Working Paper No. 01-04, styczeń 2001
  31. Galati G., Moessner R., *Macroprudential policy – a literature review*, BIS Working Paper No. 337, luty 2011
  32. Gourinchas P.-O., Valdes R., Landerretche O., *Lending Booms: Latin America and the world*, NBER Working Paper No. 8249, kwiecień 2004

33. de Haas R., van Lelyveld I., *Foreign Banks and Credit Stability in Central and Eastern Europe: Friends or Foes? A Panel Data Analysis*, MEB Series no. 2003-04 – Research Series Supervision No. 58, maj 2003
34. Hardy D. C., Tieman A. F., *Innovation In Banking and Excessive Loan Growth*, IMF Working Paper No. WP/08/188, lipiec 2008
35. Herrmann S., Jochem A., *Determinants of current account developments in the central and east European EU member states: consequences for the enlargement of the euro area*, Deutsche Bundesbank Economic Studies Discussion Paper No. 32/2005
36. Hilbers P., Otter-Robe I., Pazarbasioglu C., Johnsen G., *Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies*, IMF Working Paper No. WP/05/151, lipiec 2005
37. Hoeller P., Rae D., *Housing Markets and Adjustment in Monetary Union*, OECD Economics Department Working Paper No. 550, 17.04.2007, s. 24
38. Hoffmann A., *An Overinvestment Cycle in Central and Eastern Europe?*, „Metroeconomica”, tom 61 wyd. 6, listopad 2010, s. 711-734
39. Hofmann B., *The Determinants of Private Credit in Industrialised Countries: Do Property Prices Matter?*, BIS Working Paper No. 108, grudzień 2001
40. Honohan P., *Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnostics and Prediction*, BIS Working Paper No. 39, styczeń 1997
41. Illing G., *Financial Fragility, Bubbles and Monetary Policy*, CESifo Working Paper No. 449, kwiecień 2001
42. Illing G., *Financial Stability and Monetary Policy – A Framework*, CESifo Working Paper No. 1971, kwiecień 2007
43. Iwanicz-Drozdowska M., *Teorie kryzysów bankowych [w:] Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, Iwanicz-Drozdowska M. (red.), Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002, s. 35-42
44. Jiménez G., Ongena S., Peydró J.-L., Saurina J., *Hazardous times for monetary policy: what do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?*, Banco de España Working Paper No. 833, styczeń 2009
45. Kaminsky G. L., Reinhart C. M., *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, „American Economic Review,” tom 89 wyd. 3, czerwiec 1999, s. 473-500
46. Kiss G., Nagy M., Vonnák B., *Credit Growth in Central and Eastern Europe: Convergence or Boom?*, MNB Working Papers, listopad 2006
47. Leamer E. E., *Housing is the Business Cycle*, NBER Working Paper No. 13428, wrzesień 2007
48. Lorenzoni G., *Inefficient Credit Booms*, „The Review of Economic Studies,” tom 75 nr 3, lipiec 2008, s. 809-833
49. Mendoza E. G., Terrones M. E., *An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data*, NBER Working Paper No. 14049, maj 2008



50. Minsky H. P., *The Financial Instability Hypothesis* [w:] *Handbook of Radical Political Economy*, Arestis P., Sawyer M. (red.), Edward Elgar, Aldershot, 1993
51. Mishkin F. S., *Anatomy of Financial Crisis*, NBER Working Paper No. 3934, grudzień 1991
52. Moreno R., *Policymaking from a "macroprudential" perspective in emerging market economies*, BIS Working Papers No. 336, styczeń 2011
53. Piazzesi M., Schneider M., *Inflation Illusion, Credit and Asset Pricing*, NBER Working Paper No. 12957, marzec 2007
54. Rajan R. G., *Has Financial Development Made the Word Riskier?*, NBER Working Paper No. 11728, listopad 2005
55. Rajan R. G., Zingales L., *Financial Systems, Industrial Structure and Growth*, „Oxford Review of Economic Policy,” tom 17 wyd. 4, zima 2001, s. 467-482
56. Rosenberg C. B., Tirpák M., *Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU*, „Czech Journal of Economics and Finance,” tom 59 wyd. 3, sierpień 2009
57. Saurina J., Jimenez G., *Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation*, MPRA Paper No. 718, Monachium 20 marca 2006
58. Schadler S., Murgasova Z., van Elkan R., *Credit Booms, Demand Booms, and Euro Adoption*, artykuł na Konferencję nt. Challenges for Central Banks in an Enlarged EMU, Austrian National Bank, 20-21.02.2004
59. Schleifer A., Vishny R., *Unstable banking*, „Journal of Financial Economics,” tom 97 wyd. 3, wrzesień 2010, s. 306-318
60. Schnabl G., Hoffmann A., *Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets – an Overinvestment View*, „The World Economy”, tom 31 wyd. 9, wrzesień 2008, s. 1226-1252
61. Schnabl G., Hoffmann A., *Geldpolitik, vagabundierende Liquidität und platzende Blasen in neuen und aufstrebenden Märkten*, Wirtschaftsdienst 87 (4), kwiecień 2007, s. 220-224
62. Schularick M., Taylor A. M., *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008*, NBER Working Paper No. 15512, listopad 2009
63. Shin H. S., *Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis*, „Journal of Economic Perspectives,” tom 23 nr 1, zima 2009, s. 101-119
64. Sirtaine S., Skamnelos I., *Credit Growth in Emerging Europe. A Cause for Stability Concerns?*, World Bank Policy Research Working Paper No. 4281, Waszyngton lipiec 2007
65. Sławiński A., *Polska w strefie euro: Jak zapewnić długookresowa konkurencyjność gospodarki?* [w:] *Euro – ekonomia i polityka*, Rosati D. (red.), Oficyna Wydawnicza WSHiP im. Łazarskiego, Warszawa 2009
66. Sławiński A., *Przyczyny globalnego kryzysu bankowego* [w:] *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, Osiński J., Sztaba S. (red.), Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 33-58
67. Szczepańska O., *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, SCHOLAR, Warszawa 2008



68. Tamirisa N., Igan D., *Are Weak Banks Leading Credit Booms? Evidence from Emerging Europe*, IMF Working Paper No. WP/08/219, wrzesień 2008
69. Tornell A., Westermann F., *Boom-Bust Cycles in Middle Income Countries: Facts and Explanation*, NBER Working Paper No. 9219, wrzesień 2002
70. Tornell A., Westermann F., *The Credit Channel in Middle Income Countries*, NBER Working Paper No. 9355, listopad 2002
71. Zdzieniecka A., *Vulnerabilities In Central and Eastern Europe: Credit Growth*, GATE Groupe d'Analyse et de Théorie Économique Documents de Travail (Working Paper) 09-12, maj 2009

### Artykuły okolicznościowe

72. Belka M., *Macroprudential safety net*, prezentacja na 10<sup>th</sup> IADI Annual Conference pod tytułem *Beyond the Crisis: The Need for Strengthened Financial Stability Framework*, Warszawa 19 października 2011
73. Borio C., *Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism*, artykuł przygotowany na BIS-HKMA research conference on "Financial Stability: Towards a Macroprudential Approach," Hong Kong 5-6 lipca 2010
74. Buiter W. H., *Central banks and financial crises*, artykuł przygotowany na Federal Reserve Bank of Kansas City symposium na temat "Maintaining Stability in a Changing Financial System," Jackson Hole, 21-23 sierpnia 2008, wersja z dnia 14 września 2008
75. Buiter W. H., *Lessons from the global financial crisis for regulators and supervisors*, referat przygotowany na 25<sup>th</sup> anniversary Workshop "The Global Financial Crisis: lessons and Outlook," Advanced Studies Program of the IFW, Kilonia 8-9 maja 2009
76. Caruana J., *Systemic risk: how to deal with it?*, przemowa na 4<sup>th</sup> International Distinguished Lecture, Melbourne Centre for Financial Studies, 12 lutego 2010
77. Committee on the Global Financial System, *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, CGFS Papers No. 38, maj 2010
78. European Central Bank International Relations Committee Task Force on Enlargement, *Macroeconomic and financial stability challenges for accession and candidate countries*, ECB Occasional Paper No. 48, lipiec 2006
79. Goodhart Ch., Persaud A., *A party pooper's guide to financial stability*, Financial Times, 5 czerwca 2008
80. Goodhart Ch., Persaud A., *A proposal for how to avoid the next crash*, Financial Times, 31 stycznia 2008
81. Gros D., *Collapse in Eastern Europe? The Rationale for a European Financial Stability Fund*, CEPS Commentary, 25 lutego 2009
82. Gros D., Micossi S., *A call for European Financial Stability Fund*, CEPS Commentary, 30 października 2008
83. Hattori M., Shin H. S., Takahashi W., *A Financial System Perspective on Japan's Experience in the Late 1980s*, artykuł przygotowany na 16<sup>th</sup>

- International Conference hosted by the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank Japonii, Tokio maj 2009
84. International Monetary Fund, Bank for International Settlements, *Financial Stability Board, Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets, and Instruments: Initial Considerations. Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, IMF, BIS, FSB, 28 października 2009
  85. Jeanne O., *Dealing with Credit Booms and Busts: the Case for Prudential Taxation*, uwagi na Konferencji "Building an International Monetary and Financial System for the 21<sup>st</sup> Century: Agenda for Reform", Nowy Jork, listopad 2008
  86. Gourinchas P.-O., Valdes R., Landerretche O., *Lending Booms: Some Stylized Facts*, <http://list-socrates.berkeley.edu/~pog/academic/lbsf/lending.pdf>, październik 1999
  87. Lipsky J., *Keynote Speech*, prezentacja na 10<sup>th</sup> IADI Annual Conference pod tytułem *Beyond the Crisis: The Need for Strengthened Financial Stability Framework*, Warszawa 20 października 2011
  88. Longworth D., *A Survey of Macroprudential Policy Issues*, <http://www2.carleton.ca/economics/ccms/wp-content/ccms-files/brownbag-paper-110329.pdf>, 24 marca 2011
  89. Nauschnigg F., *European Economic Integration - Economic benefits and risks – Fast credit growth, volatility of capital flows and foreign currency circulation*, artykuł przygotowany na konferencję „Financial stability around the Euro area in the context of global market turmoil,” Euro 50 Group Meeting, Budapeszt 1-2 lipca 2008
  90. Persaud A., *Macro-Prudential Regulation*, ECMI Commentary No. 25/4, sierpień 2009
  91. Rybiński K., *Rapid Credit Growth in Converging Economies – the Challenges Ahead*, referat na International Conference of Central Bankers and Economic Educators "Monetary Policy Challenges Resulting from the Rapid Credit Growth in Converging Economies," Warszawa 22-23 listopada 2007
  92. Sławiński A., *Znaczenie czynników ryzyka towarzyszących wchodzeniu Polski do ERM2 i do strefy euro*, referat na Kongres Ekonomistów Polskich, Warszawa 29-30 listopada 2007
  93. Zajączkowski S., Żochowski D., *Housing Loans Growth, Foreign Currency Risk and Supervisory Response: the Polish Case*, referat zaprezentowany na konferencji "Monetary Policy Challenges Resulting from Rapid Credit Growth in Converging Economies," Narodowy Bank Polski, Warszawa 22-23 listopada 2009