



AgEcon SEARCH
RESEARCH IN AGRICULTURAL & APPLIED ECONOMICS

The World's Largest Open Access Agricultural & Applied Economics Digital Library

This document is discoverable and free to researchers across the globe due to the work of AgEcon Search.

Help ensure our sustainability.

Give to AgEcon Search

AgEcon Search

<http://ageconsearch.umn.edu>

aesearch@umn.edu

*Papers downloaded from **AgEcon Search** may be used for non-commercial purposes and personal study only. No other use, including posting to another Internet site, is permitted without permission from the copyright owner (not AgEcon Search), or as allowed under the provisions of Fair Use, U.S. Copyright Act, Title 17 U.S.C.*

No endorsement of AgEcon Search or its fundraising activities by the author(s) of the following work or their employer(s) is intended or implied.

GOSPODARKA NARODOWA

4
(272)
Rok LXXXIV/XXV
lipiec–sierpień
2014
s. 27–54

Witold MAŁECKI*

Przeciwdziałanie procykliczności sektora bankowego¹

Streszczenie: Celem artykułu jest omówienie i ocena zgłaszanych przez ekonomistów i polityków gospodarczych propozycji przeciwdziałania procykliczności sektora bankowego, a następnie konfrontacja z tymi propozycjami reform już realizowanych oraz zapowiadanych. Procykliczność jest tutaj rozumiana, jako takie funkcjonowanie sektora bankowego, które przyczynia się do wzmacniania wahań koniunktury gospodarczej. Dla zrealizowania tego zamierzenia najpierw pokrótce przytaczane są argumenty przemawiające za tezą o procykliczności sektora bankowego. Następnie przedstawiane są różne propozycje przeciwdziałania tej procykliczności. Wreszcie, z omawianymi propozycjami konfrontowane są reformy, zarówno już realizowane jak i zapowiadane. Podstawowym wnioskiem z przeprowadzonej analizy jest, iż nie ma jednego, cudownego remedium na problem procykliczności sektora bankowego. Optymalnym rozwiązaniem, które mogłoby pozwolić na istotne ograniczenie tej procykliczności, wydaje się połączenie różnych działań obejmujących zarówno reformy strukturalne, zmiany regulacji, jak i zmiany w sposobie prowadzenia polityki stabilizacyjnej. Podjęte w ostatnich latach reformy strukturalne i regulacyjne sektora bankowego, a także zmiany w sposobie prowadzenia antycyklicznej polityki makroekonomicznej zacierają we właściwym, postulowanym przez wielu ekonomistów kierunku. Jednocześnie są one zdecydowanie nie dość daleko idące i pozostają odległe od przedstawionej w niniejszym artykule kombinacji tych reform, uznanej za optymalną z punktu widzenia przeciwdziałania procykliczności sektora bankowego. Tym samym trudno oczekiwać w dającej się przewidzieć przyszłości istotniejszego ograniczenia tej procykliczności.

Słowa kluczowe: banki, procykliczność, cykle koniunkturalne, reformy sektora bankowego

Kody JEL: E32, E58, G21, G28

Artykuł nadesłany 6 marca 2014 r., zaakceptowany 16 lipca 2014 r.

* Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, e-mail: wmalecki@op.pl

¹ Artykuł jest zmienioną wersją opracowania przygotowanego w ramach projektu „Banki a cykle koniunkturalne” finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki, przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2011/01/B/HS4/06216. Jest on też zmienioną wersją rozdziału książki R. Barczyk, M. Lubiński, W. Małcki, *Banki a cykle koniunkturalne*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014.

Wstęp

Celem artykułu jest omówienie i ocena zgłaszanych przez ekonomistów i polityków gospodarczych propozycji przeciwdziałania procykliczności sektora bankowego, a następnie konfrontacja z tymi propozycjami reform już realizowanych oraz zapowiadanych. Procykliczność jest tutaj rozumiana jako takie funkcjonowanie sektora bankowego, które przyczynia się do wzmacniania wahań koniunktury gospodarczej.

Kwestia oddziaływania przez sektor finansowy, a w szczególności sektor bankowy, na wahania koniunktury gospodarczej budziła i nadal budzi wiele kontrowersji. W literaturze spotkać można niezwykle zróżnicowane, czasami całkowicie przeciwstawne, poglądy na ten temat². Od co najmniej kilku lat coraz więcej zwolenników zyskuje jednak pogląd, że – zwłaszcza w gospodarkach wysoko rozwiniętych – sektor bankowy przyczynia się do wzmacniania wahań koniunktury gospodarczej.

Ze względu na ograniczone ramy niniejszego artykułu kwestie te nie będą jednak omawiane bardziej szczegółowo. Jedynie w pierwszej części artykułu, w bardzo dużym skrócie, przedstawione zostaną główne argumenty, zarówno o charakterze empirycznym, jak i teoretycznym, przemawiające za przyjęciem tezy o procykliczności sektora bankowego. Zostaną one omówione tylko w takim zakresie, w jakim jest to niezbędne dla dalszych rozważań, przy jednoczesnym odesłaniu do bardzo bogatej literatury na ten temat. Z tego samego powodu w artykule nie uwzględniono kwestii rozwoju parabanków (alternatywnego systemu bankowego) i ich związków z sektorem bankowym³.

Część druga zawiera prezentację i ocenę propozycji przeciwdziałania procykliczności sektora bankowego. Można wśród nich wyróżnić trzy podstawowe grupy: a) dotyczące zmian strukturalnych w sektorze bankowym, b) dotyczące regulacji sektora bankowego, c) dotyczące sposobu prowadzenia antycyklicznej polityki makroekonomicznej.

W trzeciej części artykułu reformy – zarówno te już realizowane, jak i te dopiero zapowiadane – skonfrontowane zostaną z omawianymi wcześniej propozycjami. Najważniejsze wnioski przedstawione zostaną w Zakończeniu.

Argumenty przemawiające za tezą o procykliczności sektora bankowego

Głównym kanałem procyklicznego oddziaływania sektora bankowego jest występowanie bardzo wyraźnych cykli kredytowych. W fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego banki zwiększają, często nadmiernie, akcję kredytową i to tym bardziej im dłużej trwa ożywienie. Tym samym stymulują koniunkturę

² Kontrowersje dotyczą także zależności między cyklami koniunkturalnymi a cyklami finansowymi [Wojtyna, 2013].

³ Szerzej na ten temat patrz: Barczyk, Lubiński, Małecki [2014, s. 30–33].

gospodarczą, a często przyczyniają się do powstawania bąbli spekulacyjnych na rynkach nieruchomości i aktywów finansowych. Z kolei, gdy dochodzi do załamania koniunktury gospodarczej, banki gwałtownie ograniczają akcję kredytową, pogłębiając w ten sposób recesję.

Przyczyny takiego zachowania banków wyjaśniają trzy mechanizmy: akceleratora finansowego, akceleratora bankowego oraz cyklicznych zmian percepcji ryzyka i skłonności banków do jego podejmowania. Dalej zostaną one pokrótce omówione. Dwa pierwsze spośród nich były od pewnego już czasu uznawane przez ekonomię głównego nurtu, gdyż dawały się pogodzić z założeniem o racjonalnym charakterze oczekiwań⁴. Inaczej było z trzecim mechanizmem, który dopiero w ostatnich latach zyskał powszechniejsze uznanie.

Procykliczność sektora bankowego dodatkowo wzmacniają jednak jeszcze interakcje zachodzące między cyklem finansowym a cyklem koniunkturalnym. W ostatnich trzydziestu latach w wysoko rozwiniętych gospodarkach znacznie zwiększyła się amplituda cykli finansowych. Za wskaźniki najlepiej charakteryzujące te cykle uznaje się dynamikę kredytów, relacją kredytów do PKB i ceny nieruchomości [Drehman et al., 2012; Borio, 2012]. Taki dobór wskaźników potwierdza pogląd o kluczowej roli sektora bankowego w generowaniu cykli finansowych. Co szczególnie istotne, badania empiryczne pokazały, że recesje są o wiele głębsze (aż o ok. 50%), gdy zbiegają się z kryzysem finansowym, a zwłaszcza kryzysem bankowym [Drehman et al., 2012, s. 20]. Znacznie wolniej i później następuje też wtedy poprawa koniunktury [Borio, 2012, s. 17].

Dzieje się tak, ponieważ w przypadku recesji inicjowanych przez kryzysy bankowe uruchamiane zostają szczególnie niekorzystne sprzężenia zwrotne. Najpierw kryzys bankowy, różnymi kanałami (zakłócenia w funkcjonowaniu pośrednictwa finansowego, ograniczenia w dostępności kredytu dla gospodarki, efekty psychologiczne kryzysu bankowego), doprowadza do recesji. Często dochodzi również do kryzysu finansów publicznych (m.in. ze względu na konieczność ratowania banków „zbyt dużych, aby upaść”). Taki bieg wydarzeń może z kolei stać się przyczyną wtórnego kryzysu bankowego utrudniającego i opóźniającego przezwyciężenie recesji. Co więcej, w tego typu recesjach mało skuteczna okazuje się standardowa polityka stabilizacyjna, o czym mowa będzie w drugiej części niniejszego artykułu. Natomiast stwierdzane empirycznie nasilenie się wymienionych zjawisk po roku 1985 świadczyć może o tym, że procykliczność sektora bankowego wzmocniły jeszcze przemiany, jakie dokonały się w tym sektorze w ostatnich trzydziestu latach.

Oczywiście do występowania cykli finansowych, a zwłaszcza cykli bankowych, w dużym stopniu przyczynia się, uwzględniona już powyżej, procykliczność kredytu bankowego. Istotne znaczenie, zwłaszcza dla podatności sektora bankowego na kryzysy, ma jednak również skala ryzyka systemowego występującego w tym sektorze. Dlatego też czynnik ten także powinien być brany pod uwagę.

⁴ Niemniej jednak występowanie tych mechanizmów nie było nadmiernie eksponowane, ze względu na dominujący w ekonomii głównego nurtu pogląd o zdolności rynków finansowych do samoregulacji.

Akcelerator finansowy⁵

Koncepcja akceleratora finansowego opiera się na zmianach w przebiegu cyklu koniunkturalnego premii za finansowanie zewnętrzne. Premia ta rozumiana jest jako różnica między kosztem pozyskania kapitału ze źródeł zewnętrznych (przede wszystkim przez zaciąganie długu), a kosztem pozyskania kapitału ze źródeł wewnętrznych. Kluczową obserwacją jest, że w warunkach asymetrii informacji powszechnie stosowaną przez banki miarą wiarygodności kredytowej jest wartość netto podmiotu ubiegającego się o kredyt. Zarówno w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw, a tym bardziej w przypadku kredytów mieszkaniowych i kredytów finansujących zakupy różnych aktywów, decydujący wpływ na wartość netto kredytobiorcy ma wartość oferowanego zastawu. Ponieważ zaś wartość zastawu zmienia się zgodnie z ruchem koniunktury gospodarczej, premia za finansowanie zewnętrzne spada w ożywieniu i rośnie w recesji, co wzmacnia cykliczny ruch kredytu. Mechanizm akceleratora finansowego uwzględnia zarówno stronę popytową rynku kredytowego, czyli chęć kredytobiorców do zaciągania kredytów, jak i stronę podażową, czyli skłonność banków do ich udzielania [Lubiński, 2012].

Akcelerator bankowy (nowy akcelerator finansowy)⁶

Akcelerator bankowy stanowi rozszerzenie pierwotnej koncepcji akceleratora finansowego na specyficzne przedsiębiorstwo jakim jest bank. Punktem wyjścia jest stwierdzenie, że aktywność kredytowa banków zależy od ich kapitałów [Lubiński, 2012]. Wynika to zarówno z wymogów kapitałowych narzucanych przez instytucje nadzorcze, jak i ze zdolności banków do pozyskiwania depozytów i pożyczek dla sfinansowania akcji kredytowej. Ponieważ kapitały banków zmieniają się zgodnie z ruchem koniunktury, czyli zwiększają się w fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego i spadają w czasie recesji, to analogicznie zmienia się też zdolność banków do udzielania kredytów. Mechanizm akceleratora bankowego, w odróżnieniu od akceleratora finansowego, uwzględnia tylko stronę podażową rynku kredytowego.

Cykliczne zmiany percepcji ryzyka i skłonności banków do jego podejmowania

Podstawowe zręby tego mechanizmu opisał już kilkadziesiąt lat temu Hyman Minsky [Minsky, 1986]. Później koncepcja ta była rozwijana przez innych ekonomistów, między innymi w postaci hipotezy pamięci instytucjonalnej [Berger, Udell, 2003], ale szerszą akceptację uzyskała dopiero po wybuchu współczesnego, globalnego kryzysu finansowego.

⁵ Szerzej na ten temat patrz: Bernanke et al. [1998]; Kiyotaki, Moore [1997], a w literaturze polskojęzycznej: Kozłowski [2010]; Lubiński [2012].

⁶ Szerzej na ten temat patrz: Financial [2009]; Lubiński [2012].

W największym skrócie chodzi tutaj o zmiany w przebiegu cyklu koniunkturalnego kryteriów udzielania przez banki kredytów. Bezpośrednio po każdym kryzysie banki prowadzą bardzo ostrożną politykę kredytową. W miarę trwania ożywienia gospodarczego polityka ta staje się jednak coraz bardziej liberalna, by następnie znowu ulec gwałtownemu zaostrzeniu, gdy dochodzi do załamania koniunktury.

Te zmiany polityki kredytowej banków wynikają z cyklicznych zmian zarówno percepcji ryzyka, jak i skłonności banków do jego podejmowania. W fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego banki wykazują tendencję do niedoszacowywania ryzyka kredytowego i to tym bardziej, im dłużej trwa ożywienie. Z kolei w fazie spadkowej cyklu zaczynają to ryzyko nawet przeszacowywać. Co więcej w fazie wzrostowej cyklu banki wykazują znaczną skłonność do podejmowania ryzyka (nawet gdy są świadome jego występowania), podczas gdy w recesji charakteryzuje je awersja do ryzyka.

Przyczyn takich cyklicznych zmian polityki kredytowej banków upatruje się w opisywanych przez finanse behawioralne takich cechach natury ludzkiej jak chciwość i ułomności pamięci. W rezultacie rynki kredytowe zdominowane są przez przewidywania typu adaptacyjnego czy nawet ekstrapolacyjnego i banki wykazują tendencję do zachowań stadnych i do poddawania się falom nadmiernego optymizmu lub pesymizmu w zależności od fazy cyklu koniunkturalnego.

Jak była już o tym mowa, badania empiryczne pokazują, że procykliczność sektora bankowego wyraźnie zwiększyła się w ostatnich 30 latach [Drehman et al., 2012; Borio, 2012]. Wiele przemawia za tym, że mogło to być spowodowane przemianami, jakie się dokonały w tym czasie w sektorze bankowym przede wszystkim w następstwie procesów liberalizacji i deregulacji. Najistotniejszymi z tych przemian były:

- a) powstanie konglomeratów (holdingów) finansowych „zbyt dużych, aby upaść”;
- b) rozwój alternatywnego systemu bankowego (parabanków);
- c) pojawienie się licznych innowacji finansowych, w tym w szczególności takich, które umożliwiają transfer ryzyka kredytowego (sekurytyzacja i kredytowe instrumenty pochodne);
- d) zmiany w strukturze udzielanych kredytów (w tym zwłaszcza wzrost udziału kredytów mieszkaniowych);
- e) zmiany źródeł finansowania aktywnych operacji banków, polegające przede wszystkim na tym, że pożyczki z globalnego, międzybankowego rynku pieniężnego zastąpiły depozyty jako główne źródło finansowania akcji kredytowej;
- f) integracja banków z rynkami finansowymi, powodująca znaczne uzależnienie wyników finansowych banków od zmian cen rynkowych instrumentów finansowych;
- g) wadliwość systemów wynagrodzeń bardzo silnie premiujących zyski osiągnięte w krótkich okresach;

h) wadliwość niektórych regulacji bankowych, w szczególności części rozwiązań przyjętych w pierwszej i drugiej Umowie kapitałowej (Bazylei I i Bazylei II).

Przemiany te przede wszystkim zwiększyły skłonność banków do podejmowania ryzyka (często nadmiernego) w fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego. Spośród wyżej wymienionych, w największym stopniu przyczyniały się do tego czynniki a, c, d, e i g. Inną konsekwencją było wzmocnienie działania akceleratora bankowego (w następstwie oddziaływania czynnika h). Przemiany sektora bankowego spowodowały także wzrost ryzyka systemowego i podatności tego sektora na załamanie w następstwie oddziaływania czynników a, b, c, e i f. Wreszcie doprowadziły one do powstania sprzężeń zwrotnych między rozmiarami akcji kredytowej banków, a rynkowymi notowaniami kredytowych instrumentów pochodnych i niektórych innych instrumentów finansowych (pod wpływem czynników c i f)⁷.

Propozycje przeciwdziałania procykliczności sektora bankowego

W literaturze można znaleźć wiele pomysłów na przeciwdziałanie procykliczności sektora bankowego. Szczególne miejsce wśród nich zajmują propozycje różnych mniej lub bardziej radykalnych reform strukturalnych sektora bankowego. Zwolennicy takich reform najczęściej uważają je za w pełni wystarczające remedium na procykliczność sektora bankowego i nie widzą potrzeby stosowania żadnych dodatkowych instrumentów. Inni ekonomiści są jednak odmiennego zdania [Turner, 2010]. Nie tylko wątpią oni w realność przeprowadzenia takich reform, ale – co istotniejsze – twierdzą, że i tak nie rozwiązałyby one problemu procykliczności sektora bankowego. Co najwyżej mogą one ograniczyć skalę tej procykliczności. Tak czy inaczej, niezależnie od ewentualnych reform strukturalnych, niezbędne są zatem inne działania z zakresu regulacji bankowych i polityki makroekonomicznej.

Najbardziej radykalne propozycje reform strukturalnych zakładają odejście od współczesnego systemu bankowego opartego na zasadzie rezerwy częściowej i zastąpienie go systemem z rezerwą 100-procentową. Jednak i te propozycje występują w kilku wariantach. Ekonomiści nawiązujący do dorobku szkoły austriackiej wiążą je ponadto z postulatem powrotu do systemu waluty złotej [De Soto, 2009]. Inni, jak J. Kay, także proponują wprowadzenie wymogu 100-procentowej rezerwy dla depozytów na żądanie (*narrow banking*), ale bez postulatu przywrócenia systemu waluty złotej [Kay, 2010]. Wreszcie kolejny wariant, którego reprezentantem jest L.J. Kotlikoff, zakłada całkowitą likwidację banków i oparcie całego systemu finansowego na różnego typu funduszach inwestycyjnych (*limited purpose banking*) [Kotlikoff, 2010].

⁷ Szerzej na temat zarówno samych przemian w sektorze bankowym, jak i ich wpływu na procykliczność tego sektora patrz: Małecki [2014].

Dalej omówiono dwa ostatnie warianty tej koncepcji, ponieważ zawierają one wszystkie jej najistotniejsze elementy, ale bez zbyt już utopijnego postulatu powrotu do systemu waluty złotej⁸. Akcent położono przy tym nie na prawdopodobieństwo wprowadzenia w życie tych propozycji (które nie jest zbyt duże w dającej się przewidzieć przyszłości), ale na ich wpływ na procykliczność sektora bankowego.

Propozycja J. Kay'a (*narrow banking*) zakłada istnienie dwóch rodzajów banków komercyjnych: depozytowych i kredytowych. Te pierwsze jedynie przyjmowałyby depozyty na żądanie, dla których musiałyby utrzymywać 100-procentowe zabezpieczenie (np. w bonach skarbowych). Te drugie finansowałyby akcję kredytową z nieubezpieczonych depozytów gospodarstw domowych i innych podmiotów lub hurtowych pożyczek z rynku pieniężnego oraz swobodnie konkurowałyby na nieregulowanym i nienadzorowanym rynku.

Co taka reforma zmieniłaby, jeśli chodzi o procykliczność sektora bankowego? Otóż najprawdopodobniej pozwoliłaby ona na ograniczenie tej procykliczności, ale nie na jej wyeliminowanie. Mielibyśmy co prawda bezpieczny segment banków depozytowych, którego nigdy nie trzeba by ratować, ale w przypadku banków kredytowych nadal działałyby wszystkie podstawowe mechanizmy generujące cykle kredytowe: akcelerator finansowy, akcelerator bankowy i cykliczny charakter percepcji ryzyka kredytowego. Nadal też mogłyby występować sprzężenia zwrotne między kredytem bankowym, cenami aktywów i rynkami kredytowych instrumentów pochodnych.

Co przyczyniłoby się jednak do ograniczenia procykliczności? Przede wszystkim banki kredytowe miałyby mniejsze możliwości finansowania akcji kredytowej, przynajmniej w tej części, w jakiej finansują ją depozytami. Wartość mnożnika pieniężnego byłaby niższa niż w obecnym systemie bankowym, ponieważ istotna część udzielanych kredytów trafiałaby jako depozyty bieżące i na żądanie do banków depozytowych, a zatem nie mogłaby być wykorzystywana do udzielania kolejnych kredytów. Ponadto można by liczyć na wyeliminowanie pokusy nadużycia wynikającej współcześnie z istnienia banków „zbyt dużych, aby upaść”, chociaż nie jest to takie całkiem pewne, bo mogłoby się okazać, że w przypadku poważnych kryzysów w sektorze banków kredytowych otrzymywałyby one jednak pomoc publiczną. Wreszcie najprawdopodobniej ograniczeniu uległoby ryzyko systemowe w całym sektorze bankowym, chociaż skala tego zjawiska zależałaby jeszcze od różnych szczegółowych rozwiązań przyjętych w tej reformie strukturalnej.

⁸ System waluty złotej funkcjonował sprawnie 100 lat temu (od lat 70. XIX w. do 1914 r.) w zupełnie odmiennych od obecnych uwarunkowaniach instytucjonalnych i strukturalnych gospodarki światowej (najważniejsze zmiany dotyczą ograniczenia elastyczności płac, zwłaszcza „w dół”, i zupełnie odmiennej struktury bilansów płatniczych). Ponadto do jego powodzenia przyczynił się fakt, że w tym okresie podaż złota zwiększała się w tempie odpowiadającym w przybliżeniu zapotrzebowaniu gospodarki na pieniądź, co było jednak raczej tylko szczęśliwym zbiegiem okoliczności. Po I wojnie światowej i później wszelkie próby przywrócenia tego systemu walutowego, nawet w zmodyfikowanej czy częściowej postaci, kończyły się fiaskiem.

Propozycja L.J. Kotlikoffa przewiduje zastąpienia systemu bankowego kompleksowym systemem funduszy inwestycyjnych [Kotlikoff, 2010]. I tak rolę banków depozytowych przejęłyby gotówkowe fundusze inwestycyjne (*cash mutual funds*) inwestujące wyłącznie w gotówkę, a więc gwarantujące w każdej chwili zwrot zainwestowanego kapitału, ale bez żadnych zysków⁹. Byłyby to jedyne fundusze o niezmiennej wartości jednostki uczestnictwa. Z kolei kredyty byłyby udzielane przez rozmaite fundusze inwestycyjne specjalizujące się w kredytach różnego typu (dla dużych korporacji, dla małych i średnich przedsiębiorstw, mieszkaniowych, innych kredytach hipotecznych, konsumpcyjnych).

Czy w tak zaprojektowanym systemie pośrednictwa finansowego wyeliminowana zostałaby procykliczność? Też tylko w ograniczonym stopniu. Co prawda system ten przestałby być podatny na załamania i nie trzeba by go ratować ze środków publicznych (wszelkie straty ponosiliby inwestujący w te fundusze). Niemniej jednak system ten nadal mógłby generować cykle kredytowe. W okresach dobrej koniunktury inwestorzy byłiby skłonni do traktowania inwestycji w fundusze kredytowe jako równie bezpieczne jak w fundusze gotówkowe. Inwestycje w fundusze kredytowe zwiększałyby się zatem w ożywieniu w odpowiedzi na wzrost wyceny jednostek uczestnictwa, by następnie gwałtownie zmniejszać się przy spadku wyceny i zaufania. Tym samym mogłyby występować boomy i załamania kredytowe analogiczne do tych znanych z funkcjonowania systemu bankowego [Turner, 2010]. Cykliczność percepcji ryzyka kredytowego w bankach zostałaby zastąpiona przez cykliczność percepcji ryzyka kredytowego inwestujących w kredytowe fundusze inwestycyjne¹⁰. Do występowania cykli kredytowych przyczyniałyby się także dwa opisywane już czynniki: akcelerator finansowy oraz interakcje między kredytem a cenami aktywów oraz notowaniami derywatów kredytowych (które nadal byłyby dostępne za pośrednictwem wyspecjalizowanych funduszy inwestycyjnych)¹¹.

Druga, pod względem radykalizmu, grupa propozycji reform strukturalnych zmierza do ograniczenia działalności bankowej wyłącznie do funkcji absolutnie niezbędnych dla funkcjonowania gospodarki. Do funkcji tych zalicza się: przyjmowanie depozytów, udzielanie kredytów (obrotowych i inwestycyjnych) przedsiębiorstwom oraz przeprowadzanie i rozliczanie płatności. Tylko takie banki korzystałyby z gwarancji depozytów i dostępu do kredytów banku centralnego. Wszystkie pozostałe usługi finansowe byłyby świadczone przez inne instytucje finansowe [To End..., 2012].

⁹ Inwestorzy mieliby także dostęp do środków ulokowanych w tych funduszach za pomocą debetowych kart płatniczych oraz czeków.

¹⁰ Nie wydaje się, aby zjawisku temu mogła zapobiec działalność „super regulatora” przewidzianego w tym systemie, Federalnej Agencji Finansowej (Federal Financial Authority), oceniającej wiarygodność każdego wniosku kredytowego [Kotlikoff, 2010].

¹¹ Jednocześnie jednak trzeba mieć na uwadze, że, analogicznie jak w przypadku propozycji J. Kaya, możliwości finansowania akcji kredytowej byłyby ograniczone w porównaniu z obecnym systemem bankowym.

Wnioski dotyczące przeciwdziałania procykliczności sektora bankowego są jednak podobne do już opisanych: taka reforma mogłaby tę procykliczność jedynie nieco złagodzić. Byłoby to możliwe dzięki ograniczeniu ryzyka systemowego (ale pod warunkiem zakazania jakichkolwiek transakcji i powiązań między tak wydzielonym sektorem bankowym i pozostałymi instytucjami finansowymi) oraz ograniczeniu pokusy nadużycia w tej mierze w jakiej, niejako „przy okazji”, udałoby się rozwiązać problem banków „zbyt dużych, aby upaść”. Jednak zarówno w sektorze bankowym, jak i w instytucjach udzielających pozostałych typów kredytów, nadal w pełni działałyby wszystkie podstawowe mechanizmy generujące cykle kredytowe: akcelerator finansowy, akcelerator bankowy, cykliczność percepcji ryzyka kredytowego oraz interakcje między kredytem, cenami aktywów i rynkami derywatów kredytowych.

Do grupy już nieco mniej radykalnych reform strukturalnych można zaliczyć postulaty przywrócenia podziału na bankowość komercyjną i bankowość inwestycyjną, a także podziału banków „zbyt dużych, aby upaść”. Reformy takie pod pewnymi względami byłyby niewątpliwie pozytywne, ale jeśli chodzi o rozwiązanie problemu procykliczności sektora bankowego, to wnioski pozostają dokładnie takie same, jak już przedstawione.

Następna kategoria propozycji przeciwdziałania procykliczności sektora bankowego dotyczy zmian regulacji bankowych. Najogólniej postuluje się bardzo znaczne zwiększenie wymogów kapitałowych i płynnościowych oraz aktywniejsze wykorzystanie innych narzędzi regulacyjnych oddziałujących na akcję kredytową (np. współczynników LTV i DTI)¹², przy jednoczesnym uelastycznieniu stosowania wszystkich tych instrumentów zarówno w przebiegu cyklu koniunkturalnego, jak i w odniesieniu do poszczególnych kategorii kredytu [Galti, Moessner, 2011; Borio, 2011; Borio, 2012; Turner, 2010; The Fundamental, 2009; Crockett, 2000; Chmielewski, Sławiński, 2010].

W ujęciu bardziej szczegółowym proponuje się: a) ewolucję od nadzoru mikroostrożnościowego do nadzoru makroostrożnościowego¹³; b) znaczne za-

¹² LTV (*loan to value*) określa maksymalną wielkość kredytu w relacji do jego zabezpieczenia (najczęściej do wartości nieruchomości), a DTI (*debt to income*) określa maksymalną wielkość zadłużenia w relacji do dochodu kredytobiorcy.

¹³ Istotę nadzoru mikroostrożnościowego dobrze oddaje stwierdzenie, że „cały system finansowy jest zdrowy wtedy i tylko wtedy, gdy zdrowa jest każda poszczególna instytucja” [Borio, 2011, s. 6]. Stabilność poszczególnych banków jest zarówno naturalnym punktem wyjścia, jak i celem finalnym tego podejścia. Nadzór makroostrożnościowy przyjmuje natomiast jako punkt wyjścia potrzebę zapewnienia stabilności całego systemu bankowego. Celem finalnym jest uniknięcie makroekonomicznych kosztów niestabilności finansowej. Dlatego też szeroko pojmowane podejście makroostrożnościowe ma dwa wymiary: czasowy i przekrojowo-sektorowy. Wymiar czasowy ma zapewnić przeciwdziałanie procykliczności systemu bankowego. Wymiar przekrojowo-sektorowy ma przeciwdziałać ryzyku systemowemu wynikającemu z sieci wzajemnych współzależności i wspólnych ekspozycji występujących w systemie bankowym.

W odróżnieniu od podejścia mikroostrożnościowego budowanego „od dołu do góry” (*bottom-up*), podejście makroostrożnościowe jest konstruowane „od góry do dołu” (*top-down*). Standardy regulacyjne powinny być ustalane najpierw dla systemu bankowego jako całości,

ostrzenie, ale i uelastycznienie, wymogów kapitałowych (w tym także tworzenie buforów kapitałowych) i współczynników lewarowania; c) aktywne wykorzystanie w polityce nadzorczej instrumentów oddziałujących bezpośrednio na kredytobiorców; d) zaostrzenie wymogów płynnościowych.

Ewolucja od nadzoru mikroostrożnościowego do nadzoru makroostrożnościowego

Przede wszystkim nadzór makroekonomiczny stawia sobie za jeden z dwóch głównych celów przeciwdziałanie procykliczności sektora bankowego, a ponadto dążąc do ograniczenia ryzyka systemowego w tym sektorze, zmniejsza jego podatność na kryzysy wzmacniające – jak była już o tym mowa – amplitudę wahań koniunktury gospodarczej.

Znaczne zaostrzenie, ale i uelastycznienie, wymogów kapitałowych (w tym także tworzenie buforów kapitałowych) i współczynników lewarowania

Kapitały banków powinny być nie tylko zdecydowanie większe niż obecnie, ale i lepszej jakości. Chodzi tutaj o osiągnięcie dwóch celów: po pierwsze, zwiększenie wymogów kapitałowych i ograniczenie skali lewarowania ma zmniejszyć ryzyko systemowe w sektorze bankowym; po drugie, zarówno wymogi kapitałowe, jak i współczynniki lewarowania mają być uelastycznione w przebiegu cyklu koniunkturalnego. W czasie dobrej koniunktury tworzone powinny być bufony kapitałowe i ograniczane możliwości stosowania dźwigni finansowej, tak aby gromadzić rezerwy na „gorsze czasy”, a jednocześnie przeciwdziałać nadmiernej ekspansji kredytowej. W czasie recesji te utworzone wcześniej bufony kapitałowe zapewnią „poduszkę bezpieczeństwa”, a rozluźnienie wymogów dotyczących dźwigni finansowej może zapobiec zbyt gwałtownemu delewarowaniu.

Aktywne wykorzystanie w polityce nadzorczej instrumentów oddziałujących bezpośrednio na kredytobiorców

Chodzi tutaj o takie instrumenty jak współczynniki typu LTV (*loan to value*) i DTI (*debt to income*) określające maksymalną wielkość kredytu w relacji do jego zabezpieczenia (najczęściej do wartości nieruchomości) lub do dochodu kredytobiorcy. Instrumenty te mają kilka istotnych zalet. Po pierwsze, mogą być szczególnie przydatne w przypadkach, gdy instrumenty oddziałujące na banki okażą się zawodne ze względu na możliwości ich obejścia w warunkach

a dopiero potem rozpisane na poszczególne banki, w zależności od ich roli w systemie. Tym samym regulacje dla poszczególnych banków są różne, adekwatne do ich znaczenia w systemie bankowym. Ponadto regulacje te powinny być zmienne w przebiegu cyklu koniunkturalnego (zaostrzane w ekspansji i rozluźniane w recesji), dla przeciwdziałania procykliczności w funkcjonowaniu systemu bankowego.

globalizacji rynków finansowych¹⁴. Po drugie, instrumenty te łatwo mogą być stosowane w sposób elastyczny w przebiegu cyklu koniunkturalnego (ograniczając dostępność kredytu w fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego i zwiększając jego dostępność w czasie recesji). Po trzecie, instrumenty te mogą być stosowane selektywnie w odniesieniu do różnych kategorii kredytu. Po czwarte, łatwo mogą być one stosowane w sposób w pełni dyskrecyjny, co nie zawsze jest możliwe w przypadku wymogów (i nawet buforów) kapitałowych.

Rozważania te warto opatrzyć komentarzem. Otóż ekonomiści postulujący znaczące zwiększenie wymogów kapitałowych w bankach oraz zaostrenie kryteriów zaciągania kredytów przez kredytobiorców są z reguły świadomi negatywnych konsekwencji takich działań dla dostępności kredytu dla gospodarki¹⁵. Przeważa jednak pogląd, zwłaszcza w krajach najwyżej rozwiniętych o bardzo wysokiej już relacji kredytu do PKB, że dalsze zwiększanie kredytu nie zawsze musi być korzystne dla gospodarki, a pewne ograniczenie kredytu nie zawsze musi być szkodliwe. Jest to tym bardziej prawdziwe wobec zasadniczych zmian struktury udzielanych przez banki kredytów, o czym wspomniano wyżej. Podkreśla się zatem, że proponowane rozwiązania powinny, per saldo, okazać się korzystne dla gospodarki, zwłaszcza jeśli uda się istotnie ograniczyć amplitudę cykli kredytowych, a wymienione instrumenty nadzorcze będą nie tylko stosowane elastycznie w przebiegu cyklu koniunkturalnego, ale i selektywnie w odniesieniu do poszczególnych kategorii kredytu. W fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego należałoby szczególnie zdecydowanie wyhamowywać akcję kredytową finansującą nieruchomości, natomiast w czasie recesji stymulować przede wszystkim kredyty (inwestycyjne i obrotowe) dla przedsiębiorstw.

Zaostrzenie wymogów płynnościowych

Postuluje się zaostrzenie zarówno wymogów płynności krótkoterminowej, jak i długoterminowej [Consultation, 2012; The Fundamental, 2009]. Te pierwsze mają zmuszać banki do utrzymywania takiej ilości wysoce płynnych aktywów, która umożliwi im przetrwanie nawet bardzo ostrego krótkoterminowego (rzędu miesiąca) kryzysu płynnościowego. Wymogi płynności długoterminowej mają obliżować banki do zachowania, w rocznym (lub nawet nieco dłuższym)

¹⁴ Jako przykład można przytoczyć sytuację w Irlandii w czasie boomu kredytowego na rynku nieruchomości na początku obecnego wieku. Gdyby irlandzki nadzór bankowy próbował powstrzymać ten boom zwiększając wymogi kapitałowe dla irlandzkich banków (czego zresztą nie zrobił), to działania takie najprawdopodobniej i tak okazałyby się nieskuteczne. Miejsce banków irlandzkich zajęłyby banki z innych krajów Unii Europejskiej, w tym przede wszystkim brytyjskie, kontynuując ekspansję kredytów hipotecznych na rynku irlandzkim. Natomiast skuteczne w tym przypadku byłoby znaczne obniżenie dopuszczalnej wielkości współczynnika LTV, ponieważ ograniczałoby on możliwości kredytowania nieruchomości przez wszystkie banki, niezależnie od kraju ich pochodzenia.

¹⁵ Nie trzeba dodawać, że argument ten szczególnie eksponują koła bankowe, strasząc spadkiem tempa wzrostu gospodarczego.

horyzoncie czasowym, określonej minimalnej relacji długoterminowych źródeł finansowania do długoterminowych aktywów.

Z punktu widzenia przeciwdziałania procykliczności polityki kredytowej banków szczególnie istotne są te drugie wymogi, gdyż mogą one ograniczyć możliwości finansowania hurtowymi pożyczkami zaciąganyymi na rynku pieniężnym nadmiernej ekspansji kredytowej (przede wszystkim kredytów mieszkaniowych) w czasie ożywienia. Z kolei wymogi płynności krótkoterminowej powinny zapewnić większą stabilność sektora bankowego.

Postulat znacznego zaostrzenia wymogów płynnościowych bywa krytykowany jako podważający jeden z fundamentów działalności bankowej, za jaki uważana bywa funkcja transformacji terminów. Autorzy omawianych propozycji, uznając celowości utrzymania tej funkcji banków, uważają jednocześnie, iż współcześnie banki posunęły się w tej transformacji terminów zdecydowanie zbyt daleko i pewne jej ograniczenie byłoby jak najbardziej pożądane [Turner, 2010].

Wymienione regulacje uważa się za kluczowe dla przeciwdziałania procykliczności sektora bankowego. Nie wyczerpują one jednak listy proponowanych zmian regulacyjnych mogących w jakimś stopniu, chociażby pośrednio, ograniczyć tę procykliczność. Te kolejne zmiany regulacyjne miałyby dotyczyć: systemów motywacyjnych w sektorze bankowym, sekurytyzacji, kredytowych instrumentów pochodnych, agencji ratingowych i metod pomiaru ryzyka w bankach [Roubini, Mihn, 2011; The Fundamental, 2009].

1) Systemy motywacyjne w sektorze bankowym

Najważniejsze postulaty dotyczą:

- ograniczenia udziału zmiennej części wynagrodzeń (premi, bonusów itp.);
- wypłaty części tych premii w instrumentach finansowych, których wartość związana jest z wynikami uzyskiwanymi przez dany bank (akcjach, opcjach na akcje oraz wytwarzanych przez dany bank instrumentach strukturyzowanych, przy jednoczesnym takim skonstruowaniu tych regulacji, by nie było możliwe szybkie zbycie tych instrumentów);
- i co najważniejsze, uzależnienie tych premii od wyników uzyskiwanych w dłuższych okresach, a nie bardzo krótkich, jak obecnie.

Postulowane zmiany mają zmniejszyć skłonność bankowców różnego szczebla do podejmowania nadmiernego ryzyka bez liczenia się z jego długofalowymi konsekwencjami dla banku. Postulaty te spotykają się jednak z krytyką i to nie tylko ze strony banków. Przede wszystkim kwestionowana jest zasadność ingerowania państwa w zasady wynagrodzeń stosowane w prywatnych firmach. Ponadto wyrażane bywają obawy, że takie regulacje spowodują odejście z sektora bankowego najlepszych specjalistów i menedżerów. Pierwszą z tych kwestii rzeczywiście można uznać za kontrowersyjną (pomijając przypadki prywatnych banków korzystających z pomocy publicznej). Druga nie budzi już takich wątpliwości, bo w ostatnich latach sektor bankowy w nadmierny sposób przejmował najzdolniejszych absolwentów i specjalistów, tak iż odwrócenie tej

tendencji może być tylko korzystne dla gospodarki. Z kolei kadra menedżerska, nawet w największych bankach, najdelikatniej to ujmując, nie wykazała się kompetencjami uzasadniającymi tak hojne jej wynagradzanie¹⁶.

2) Sekurytyzacja

Proponowane są regulacje, które by wyeliminowały najbardziej dotkliwe patologie dotychczasowej sekurytyzacji. W pierwszej kolejności chodziłoby o wyłączenie z sekurytyzacji kredytów wyjątkowo ryzykownych (typu substandardowych kredytów hipotecznych). Po drugie, zakazane miałyby być instrumenty zbyt złożone, których prawidłowa wycena praktycznie nie jest możliwa, przy czym ustalenie granicy tej nadmiernej złożoności pozostaje kwestią dość dyskusyjną.

Usunięcie tych patologii pozwoliłoby ograniczyć ryzyko systemowe w sektorze finansowym. Banki nadal jednak mogłyby korzystać ze stwarzanych przez sekurytyzację możliwości transferu ryzyka kredytowego ze wszystkimi tego konsekwencjami dla zarządzania ryzykiem kredytowym.

3) Kredytowe instrumenty pochodne

Obrót kredytowymi instrumentami pochodnymi dokonuje się na praktycznie zupełnie nieregulowanym rynku pozagiełdowym. Na początku współczesnego kryzysu finansowego pojawiły się radykalne postulaty bądź całkowitego zakazania tych instrumentów bądź obligatoryjnego przeniesienia obrotu na giełdy. Później przewagę uzyskały bardziej umiarkowane propozycje wprowadzenia obowiązku rozliczania wszystkich ważniejszych pozagiełdowych instrumentów pochodnych (w tym i głównych derywatów kredytowych) za pośrednictwem izb rozliczeniowych funkcjonujących analogicznie do zasad obowiązujących izby rozliczeniowe na giełdach terminowych¹⁷.

Takie rozwiązanie pozwoliłoby wyeliminować wiele zagrożeń dla stabilności finansowej związanych z funkcjonowaniem rynków kredytowych instrumentów pochodnych. W szczególności zniknęłoby zagrożenie niewywiązywania się ze swoich zobowiązań przez sprzedającego zabezpieczenie przed ryzykiem kredytowym i związanego z tym efektu domina. Ponadto rynek ten stałby się bardziej przejrzysty dzięki ewidencjonowaniu wszystkich transakcji.

Rozpatrując wpływ rynku tych instrumentów na procykliczność kredytu bankowego trzeba jednak zauważyć, że banki nadal mogłyby korzystać z możliwości

¹⁶ Liczne przykłady rażącej wręcz niekompetencji prezesów i wysokiej rangi menedżerów największych amerykańskich instytucji finansowych pokazuje L.J. Kotlikoff [2010].

¹⁷ Każda transakcja musi być zarejestrowana w takiej izbie, która z tym momentem staje się stroną transakcji (kupującym dla sprzedającego i sprzedającym dla kupującego). Izba rozliczeniowa pobiera depozyty zabezpieczające i codziennie rozlicza każdą transakcję. Straty muszą być pokrywane na bieżąco, ale i zyski mogą być natychmiast realizowane. Przed wszystkim dzięki systemowi codziennie rozliczanych depozytów zabezpieczających, a także rozmaitych funduszy rezerwowych i kapitałów własnych, izby rozliczeniowe działające według tego modelu zapewniają praktycznie stuprocentową gwarancję wykonania wszystkich transakcji. W pełni potwierdza to 150-letnia historia ich funkcjonowania.

transferu ryzyka kredytowego, jakie stwarzają derywaty kredytowe ze wszystkimi tego skutkami. Ponadto nadal występowałyby interakcje pomiędzy kredytem bankowym, a notowaniami kredytowych instrumentów pochodnych (w tym zwłaszcza CDS-ów), a rynki tych ostatnich zachowałyby swój wysoce spekulacyjny charakter.

4) Agencje ratingowe

W okresie poprzedzającym współczesny kryzys finansowy, a zwłaszcza po jego wybuchu, nasiliła się zasłużona krytyka agencji ratingowych. Popęłniły one bardzo poważne błędy przy ocenie złożonych, strukturyzowanych instrumentów finansowych (jak np. CDO). Nie dostrzegły też na czas narastających zagrożeń, a gdy te już się w pełni ujawniły, ich reakcje bywały z kolei przesadne.

Wśród propozycji zreformowania agencji ratingowych najważniejsze dotyczą:

- wyeliminowania występujących obecnie konfliktów interesów; po pierwsze, agencjom powinno się całkowicie zakazać świadczenia wszelkich usług konsultingowych¹⁸; przede wszystkim należałoby jednak zmienić sytuację, w której te agencje są opłacane przez ubiegających się o rating emitentów długu¹⁹;
- zwiększenia konkurencji; obecnie rynek jest zdominowany przez trzy wielkie agencje: Standard & Poor's, Moody's Investors Service i Fitch Rating;
- pozbawienie agencji ich quasi-urzędowego charakteru nadającego im nadmierną władzę²⁰.

Oczywiście należy zdawać sobie sprawę z tego, iż to, że ratingi zmieniają się zgodnie z ruchem koniunktury jest całkiem naturalne i żadne reformy tego nie zmieniają. Chodzi jednak o to, by ta procykliczność nie była nadmierna, jak to ostatnio bywało, a także o wyeliminowanie ewidentnych błędów czy nawet nadużyć w działaniach agencji ratingowych.

5) Metody pomiaru ryzyka w bankach

W odniesieniu do pomiaru ryzyka kredytowego główne postulaty dotyczą wiarygodności przeprowadzanych stress testów oraz tego, aby w wewnętrznych modelach wykorzystywanych przez banki, w szczególności tych opartych na metodyce VAR, w większym niż dotychczas stopniu uwzględniać również okresy złej koniunktury.

¹⁸ Obecnie zdarza się, że świadczą one takie usługi dla podmiotów, którym następnie przyznają ratingi.

¹⁹ Interesującą propozycję rozwiązania tego problemu przedstawia N. Roubini. Polegałaby ona na ustawowym nakazie, by wszyscy instytucjonalni inwestorzy wpłacali na wspólny fundusz, który byłby zarządzany przez organy nadzorujące. Przy każdej emisji papierów dłużnych środki z funduszu wykorzystywano by na opłacenie ratingów licencjonowanych agencji [Roubini, Mihn, 2011, s. 228].

²⁰ W bardzo wielu regulacjach krajowych i międzynarodowych, w tym nawet w Bazylejskich umowach kapitałowych, uznaje się agencje ratingowe, dysponujące certyfikatem NRSRO, za jedne miarodajne źródło oceny wiarygodności kredytowej [Roubini, Mihn, 2011, s. 228].

Podsumowując, propozycje zmian architektury regulacyjnej sektora bankowego warto zauważyć, że pomimo wszelkich zastrzeżeń, jakie można mieć do mnożenia i zaostrzania regulacji i do ich skuteczności, pozostają one jedynymi instrumentami pozwalającymi oddziaływać na fundamentalne przyczyny procykliczności sektora bankowego. Działanie akceleratora finansowego można osłabić dzięki elastycznemu stosowaniu współczynników typu LTV i DTI. Działanie akceleratora bankowego można ograniczyć dzięki elastycznemu stosowaniu wymogów kapitałowych. Wymienione instrumenty mogą także być barierą dla procyklicznych zmian skłonności banków do podejmowania ryzyka.

Wreszcie, dla przeciwdziałania procykliczności sektora bankowego proponuje się również zmiany w sposobie prowadzenia polityki stabilizacyjnej. Punktem wyjścia dla tych propozycji są dwie kluczowe konstatacje. Pierwsza dotyczy wyraźnego zwiększenia się po 1985 r. amplitudy cykli finansowych, a druga ich interakcji z cyklami koniunkturalnymi. Za szczególnie istotny uważa się fakt, że recesje, które zbiegają się w czasie z kryzysami finansowymi, są nie tylko dotkliwsze i bardziej długotrwałe (o czym była już mowa), ale inny też jest ich charakter [Drehman et al., 2012; Borio, 2012]. Wynikają z tego następujące wnioski dla polityki stabilizacyjnej: w fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego polityka ta musi aktywniej niż dotychczas przeciwdziałać boomom kredytowym i narastaniu nierównowagi na rynkach finansowych oraz rynkach nieruchomości; recesje zbiegające się z kryzysami finansowymi wymagają odmiennego od tradycyjnego sposobu prowadzenia polityki stabilizacyjnej, ukierunkowanego przede wszystkim na przywrócenie stabilności finansowej. Zalecenia te zostaną przedstawione bardziej szczegółowo w podziale na fazy cyklu koniunkturalnego i na dwie główne składowe polityki stabilizacyjnej: politykę pieniężną i politykę fiskalną.

a) Faza wzrostowa cyklu koniunkturalnego

Polityka pieniężna

Tradycyjnym celem polityki pieniężnej jest stabilizowanie inflacji rozumianej jako wzrost cen towarów i usług. Do tej pory zdecydowana większość banków centralnych ograniczała się do obserwacji zmian cen aktywów finansowych i nieruchomości, nie zaostrzając jednak polityki pieniężnej w odpowiedzi na nawet bardzo znaczne wzrosty tych cen, dopóki niezagrożony pozostawał cel inflacyjny (uwzględniający jedynie ceny towarów i usług). Uważano, że zadaniem polityki pieniężnej powinno być co najwyżej „sprzątnięcie” po ewentualnym kryzysie finansowym, gdy już do niego dojdzie.

Nowe propozycje zakładają upowszechnienie strategii nazywanej przeciwstawianiem się wiatrowi (*leaning against the wind*). Banki centralne powinny uwzględniać w swojej polityce pieniężnej konieczność przeciwstawiania się niestabilnym boomom kredytowym i w przypadku ich wystąpienia okresowo podnosić stopy procentowe w stopniu większym niż wynikałoby to z samej tylko konieczności stabilizowania inflacji [Sławiński, 2011].

Jednocześnie za niesłuchanie ważne uważa się właściwe współdziałanie polityki pieniężnej z omówioną wcześniej polityką makroostrożnościową. To ta

ostatnia, odpowiednio zaostrzając wymogi kapitałowe i współczynniki dostępności kredytu, powinna wziąć na siebie główny ciężar powstrzymywania nadmiernej ekspansji kredytowej. Gdyby powstawaniu bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów i na rynkach nieruchomości miała się przeciwstawić wyłącznie polityka pieniężna, to niezbędna dla osiągnięcia tego celu skala podwyżek stopy procentowej byłaby nie do zaakceptowania dla realnej sfery gospodarki.

Dla zapewnienia takiej koordynacji polityki pieniężnej i makroostrożnościowej, ta druga również powinna być powierzona bankowi centralnemu lub też przynajmniej powinien on mieć na nią decydujący wpływ. Drugim powodem takiego usytuowania polityki makroostrożnościowej jest fakt, że banki centralne są instytucjami będącymi w stanie zapewnić tej polityce najwyższy stopień niezależności i to zarówno od rządów, jak i od instytucji finansowych²¹.

Polityka fiskalna

Polityka fiskalna powinna uwzględniać fakt, że w warunkach boomu kredytowego, zwłaszcza na rynkach nieruchomości, pozornie bardzo korzystna sytuacja fiskalna jest w znacznym stopniu myląca ze względu na narastające nierównowagi (przede wszystkim w sektorze finansowym) i związane z tym przyszłe zagrożenia dla budżetu. W ostatnich latach boleśnie doświadczyły tego Irlandia i Hiszpania. Kraje te początkowo szczyły się znakomitym stanem finansów publicznych (Irlandia miała nawet nadwyżki budżetowe), który jednak dość gwałtownie przekształcił się w głęboki kryzys fiskalny, gdy boom się skończył, a jednocześnie trzeba było ratować za publiczne pieniądze zagrożone bankrutem banki.

Dlatego też te przyszłe zagrożenia należy uwzględniać przy prowadzeniu polityki fiskalnej. Tym samym polityka ta powinna być znacznie mniej ekspansywna niż by na to wskazywała sucha analiza salda budżetu i poziomu długu publicznego. Dodatkową zaletą tak prowadzonej polityki fiskalnej byłoby, iż w znacznie mniejszym stopniu przyczyniałaby się ona do powstawania bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów i nieruchomości.

b) Faza spadkowa cyklu koniunkturalnego

Polityka pieniężna

O ile recesja współwystępuje z załamaniem cyklu finansowego, to polityka pieniężna powinna być prowadzona w sposób odmienny od konwencjonalnego. W takich przypadkach agresywnie ekspansywna polityka pieniężna nie tylko nie przyniesie pożądanych efektów, ale może nawet okazać się szkodliwa.

Prowadzenie takiej polityki może mieć pewne uzasadnienie jedynie na początku recesji, gdy zadaniem polityki makroekonomicznej jest zarządzanie kryzysem (*crisis management*). Może ona wtedy pomóc w niedopuszczeniu do przekształcenia się recesji w głęboki kryzys. Jednak później, kiedy polityka makroekonomiczna powinna być już ukierunkowana na przewyciężenie kryzysu

²¹ Jest to szczególnie istotne przy podejmowaniu tak niepopularnych decyzji, jak powstrzymanie narastającego boomu kredytowego na rynku nieruchomości oraz dla skutecznego przeciwstawiania się lobbingsowi banków.

(*crisis resolution*), to kontynuowanie takiej agresywnej polityki, czy to w postaci niezwykle niskich stóp procentowych i/czy operacji bilansowych banku centralnego (np. tzw. luzowania ilościowego) będzie już nieskuteczne.

W czasie typowych recesji ekspansywna polityka pieniężna ma na celu zachęcanie do zaciągania kredytów i do podejmowania ryzyka oraz doprowadzenie do wzrostu cen aktywów. Tymczasem w recesjach powiązanych z kryzysami finansowymi wyjściowe warunki już obejmują nadmierne zadłużenie wielu podmiotów, podejmowanie przez nie zbyt dużego ryzyka i często wciąż zbyt wysokie ceny niektórych aktywów. Występuje zatem nieuchronna sprzeczność między tym co można osiągnąć za pomocą tak prowadzonej polityki pieniężnej, a rzeczywistymi potrzebami gospodarki (przewyciężenie kryzysu) [Borio, 2012].

Co więcej, kontynuowanie w tych warunkach ekspansywnej polityki pieniężnej może co prawda pozwolić „kupić czas”, ale jednocześnie pociąga za sobą wiele szkodliwych efektów ubocznych takich jak: maskowanie słabości bilansów instytucji finansowych, osłabianie ich skłonności do restrukturyzacji, zachęta do ponownego podejmowania wysoce ryzykownych operacji, atrofia części rynków finansowych i maskowanie sygnałów rynkowych [Borio, 2012]. Niezamierzonym rezultatem może być zatem opóźnienie przewyciężenia recesji. Ponadto im dłużej bank centralny prowadzi taką politykę, tym trudniejsze staje się wycofanie się z niej, a wobec braku zadowalających efektów grozi to utratą wiarygodności banku centralnego.

Polityka fiskalna

Analogicznie do przypadku polityki monetarnej również i polityka fiskalna powinna uwzględniać specyfikę recesji związanych z cyklem finansowym. W tradycyjnych recesjach antycykliczna polityka fiskalna polega na oddziaływaniu na globalny popyt przez zwiększanie wydatków budżetowych i obniżanie podatków. Skuteczność takiej polityki ma zapewniać wysoki, w warunkach recesji, mnożnik wydatków budżetowych [Gali et al., 2007]²².

W recesjach związanych z cyklem finansowym taka konwencjonalna polityka fiskalna może okazać się mało przydatna. Nadmierne zadłużone podmioty wykorzystają dodatkowe dochody przede wszystkim do spłaty zadłużenia oraz odbudowy rezerw i w skrajnych przypadkach ich krańcowa skłonność do konsumpcji może być bliska zeru. Ponadto pogrążony w kryzysie system bankowy nie będzie zdolny do efektywnego wypełniania funkcji pośrednictwa finansowego i kierowania dostępnych zasobów do tych podmiotów, które byłyby skłonne je wydawać [Borio, 2012].

W tych recesjach nowego typu, aby uniknąć zagrożenia załamania się finansów publicznych, ograniczone zasoby budżetowe powinny zatem zostać przeznaczone na bezpośrednie usuwanie źródeł kryzysu, a więc przywrócenie stabilności systemu finansowego i zmniejszenie ciężaru zadłużenia. Oznacza to ich kierowanie przede wszystkim do zagrożonych upadłością instytucji

²² Trzeba jednak zauważyć, że wysokość mnożników fiskalnych, nawet w okresach załamania koniunktury, jest przedmiotem wielu kontrowersji [Heming et. al., 2002].

finansowych oraz przynajmniej niektórych, nadmiernie zadłużonych podmiotów (zwłaszcza gospodarstw domowych).

Niezwykle istotnym problemem jest, aby przy tego typu niekonwencjonalnej polityce fiskalnej nie stwarzać nadmiernej pokusy nadużycia. Jest to zadanie trudne, ale wykonalne, jak pokazały bardzo pozytywne doświadczenia krajów skandynawskich na przełomie lat 80. i 90. ubiegłego wieku [Iwanicz-Drozdowska, 2002].

Sytuacja finansowa (poniesione straty, należności i zobowiązania, posiadane zabezpieczenia) zagrożonych bankructwem instytucji finansowych musi zostać jednoznacznie wyjaśniona przez wiarygodnych audytorów. Pomoc publiczna dla tych instytucji w postaci ich dokapitalizowania i/lub przejęcia ich „złych aktywów” musi być bezwzględnie uwarunkowana przeprowadzeniem przez nie wymaganej restrukturyzacji. W skrajnych przypadkach niezbędna może być częściowa lub całkowita nacjonalizacja. Posiadanie przez państwo akcji w bankach, powinno jednak mieć charakter krótkoterminowy i służyć wyłącznie naprawie sytuacji tych banków. Dla uniknięcia wspierania akcjonariuszy banków przeżywających kłopoty należy przyjąć zasadę, że jakiegokolwiek zaangażowanie kapitałowe państwa prowadzi do proporcjonalnej redukcji udziałów dotychczasowych akcjonariuszy.

W przypadku krajów skandynawskich pełne zastosowanie się do wymienionych zaleceń przyniosło zamierzone efekty. Udało się przywrócić rentowność sektora bankowego, recesja została stosunkowo szybko przezwyciężona, a państwa odzyskały znaczną część zaangażowanych środków (w Szwecji ponad połowę) dzięki windykacji części należności przez spółki celowe (które przejęły od banków ich „złe aktywa”) i odsprzedaży udziałów państwa w bankach.

Ocena dotychczasowych i zapowiadanych reform

W tej części artykułu reformy strukturalne oraz regulacyjne sektora bankowego, zarówno te już realizowane, jak i dopiero zapowiadane, skonfrontowane zostaną z omawianymi we wcześniejszym podrozdziale propozycjami przeciwdziałania procykliczności sektora bankowego. Pozwoli to ocenić, w jakim stopniu reformy te mogą przyczynić się do ograniczenia tej procykliczności. Analogiczne porównanie i ocena przeprowadzone zostaną dla sposobu prowadzenia polityki stabilizacyjnej.

Rozpoczynając od reform strukturalnych sektora bankowego, to nie trudno zauważyć, że zarówno te zapowiedziane już w USA²³ i w Wielkiej Brytanii²⁴, jak

²³ Reforma amerykańskiego sektora bankowego, która ma wejść w życie w 2014 r., oparta jest na propozycjach Paula Volckera (*The Volcker Rule*) zabraniających bankom angażowania się w operacje handlowe i inwestycyjne na własny rachunek. Banki nadal jednak będą mogły przeprowadzać takie operacje zlecane im przez klientów. Ponadto przewidziano liczne wyjątki od podstawowej reguły [Gambacorta, van Rixtel, 2013].

²⁴ W Wielkiej Brytanii, podstawą nowych regulacji, które mają wejść w życie w 2019 r. jest raport specjalnej komisji (*U.K. Independent Commission on Banking's*). Istota tej propozycji

i przygotowywane dopiero w Unii Europejskiej (UE)²⁵, nie są zbyt radykalne, zwłaszcza w zestawieniu z przedstawionymi wyżej propozycjami ekonomistów akademickich i ekspertów. Co więcej wciąż nie ma całkowitej pewności, czy nawet w tym kształcie uda się je zrealizować. Wydaje się, że występuje tutaj rodzaj błędnego koła: banki należy podzielić i zrestrukturyzować, bo są zbyt duże i zbyt potężne, a jednocześnie wciąż pozostają one zbyt duże i zbyt wpływowe, aby dać się podzielić i zrestrukturyzować. Co więcej, upływ czasu od ostatniego kryzysu może tylko osłabiać determinację polityków do podejmowania takich trudnych reform.

W poprzedniej części artykułu starano się wykazać, że nawet najbardziej radykalne reformy strukturalne nie byłyby w stanie całkowicie wyeliminować procykliczności sektora bankowego. Tym bardziej zatem trudno oczekiwać takich efektów od reform tak ograniczonych, jak te zapowiadane. Czy mogą one jednak zmniejszyć tę procykliczność? Otóż tak, chociaż raczej w niewielkim stopniu. Przede wszystkim, może to nastąpić w takiej mierze, w jakiej uda się ograniczyć pokusę nadużycia wynikającą z istnienia banków „zbyt dużych, aby upaść”. Najbliższa do osiągnięcia tego celu wydaje się reforma amerykańska, gdyż jako jedyna zakłada faktyczny podział banków. Ponadto pewne zmniejszenie procykliczności może zostać osiągnięte dzięki ograniczeniu przez wspomniane reformy ryzyka systemowego w sektorze bankowym.

W kontekście przedstawionych uwag warto zwrócić uwagę na dość paradoksalną sytuację w UE. Wprowadzanie w życie kolejnych elementów unii bankowej przy jednoczesnym odłożeniu na później reform strukturalnych może, zdaniem niektórych autorów, nawet jeszcze zwiększać pokusę nadużycia [Miklaszewska et al., 2013]. Jednolity nadzór bankowy, sprawowany na poziomie wielkich grup bankowych, umożliwi centralizację zarządzania kapitałem, płynnością i ryzykiem w spółkach matkach. Tym samym będą one mogły obciążać swoimi ewentualnymi stratami i/lub problemami z płynnością swoje spółki zależne w innych krajach, ze wszystkimi tego konsekwencjami dla stabilności systemów bankowych w tych krajach [Hausner, Sławiński, 2012]. Trudno też sobie wyobrazić jak miałyby wyglądać „uporządkowana upadłość” w przypadku wielkich europejskich banków. Nie dziwi zatem dosadnie sformułowany wniosek, że unia bankowa może stać się swoistą ochronką dla tych banków,

sprowadza się do rozdzielenia bankowości detalicznej i hurtowej. Reforma brytyjska jest o tyle mniej radykalna od amerykańskiej, że nie zakłada w ogóle podziału istniejących banków, ale tylko ściśle rozdzielenie (prawne i kapitałowe) ich działalności detalicznej i hurtowej [Gambacorta, van Rixtel, 2013].

²⁵ Europa kontynentalna pozostaje jeszcze na etapie przygotowywania takich reform. Tzw. Raport Liikanena, analogicznie do planu brytyjskiego, nie proponuje podziału istniejących banków, a tylko ściśle rozdzielenie (prawne i kapitałowe) różnego typu działalności. Podział ten ma jednak przebiegać nieco inaczej. W jednej części ma pozostać tradycyjna bankowość dla klientów indywidualnych i korporacyjnych, a do drugiej zaś ma zostać przeniesiona działalność bardziej ryzykowna, w tym zwłaszcza wszystkie operacje finansowe przeprowadzane na rachunek własny, a także obrót instrumentami pochodnymi [Liikanen, 2012].

umożliwiająca im utrzymanie ich obecnego statusu „zbyt dużych, aby upaść” [Chmielewski, Sławiński, 2012].

Przechodząc do zmian w architekturze regulacyjnej sektora bankowego, to niewątpliwie najważniejszą jest najnowsza Umowa kapitałowa (Bazylea III). Wynika to także z faktu, że wciąż obowiązująca, poprzednia wersja Umowy kapitałowej (Bazylea II) okazała się wyjątkowo niefortunna z punktu widzenia wpływu na procykliczność banków. Nie tylko nie zawierała żadnych instrumentów mających tej procykliczności przeciwdziałać, ale, co gorsza, niektóre przyjęte rozwiązania jeszcze ją wzmacniały.

Bazylea III stanowi pod tym względem znaczny postęp. Oprócz instrumentu ukierunkowanego bezpośrednio na przeciwdziałanie procykliczności, jakim jest antycykliczny bufor kapitałowy, zawiera wiele rozwiązań mających pośrednio ograniczyć tę procykliczność. Należą do nich podwyższone wymogi kapitałowe oraz nowe wymogi takie jak bufor ochrony kapitału, współczynnik lewarowania i wymogi płynnościowe. Jednocześnie skorygowano te rozwiązania Bazylei II, które były uznawane za szczególnie procykliczne. Niemniej jednak istnieje wiele powodów do sceptycyzmu, co do efektów tych nowych regulacji.

Poważne zastrzeżenia budzi konstrukcja bufora antycyklicznego. Po pierwsze, dotyczy to ustanowienia pułapu dla tego bufora na poziomie 2,5% aktywów ważonych ryzykiem, co może podważać skuteczność tego instrumentu²⁶. Przez analogię można by zapytać, czy polityka pieniężna banku centralnego mogłaby być skuteczna, gdyby z góry ograniczony został maksymalny poziom stopy procentowej. Jeszcze istotniejszym mankamentem jest wymóg zapowiadania z 12-miesięcznym wyprzedzeniem każdej podwyżki tego bufora. Praktycznie przekreśla to skuteczność tego instrumentu akurat wtedy, gdy byłby on najpotrzebniejszy, to jest dla powstrzymania nadmiernej ekspansji kredytowej w czasie ożywienia.

Nie przewiduje się zmian w przebiegu cyklu koniunkturalnego żadnego z pozostałych wymogów kapitałowych i płynnościowych. Dotyczy to nawet współczynnika lewarowania, w przypadku którego taka zwiększona elastyczność byłaby szczególnie pożądana.

Nowe, zwiększone wymogi kapitałowe dość powszechnie oceniane są jako wciąż zdecydowanie zbyt niskie. Na przykład Finance Watch w raporcie dla Komisji Europejskiej proponował podwyższenie tych wymogów dla, odpowiednio, kapitałów CET I, Tier I i Tier II z poziomów 4,5%, 6,0% i 8,0% przewidzianych przez Bazyleę III do 7,5%, 10% i 15%²⁷.

Wreszcie wprowadzanie postanowień Bazylei III jest rozłożone w czasie (aż do 2019 r.), a intensywny lobbing banków sprawia, że ostateczny kształt poszczególnych rozwiązań wciąż pozostaje niepewny. Dowodem na to mogą

²⁶ Gwoli ścisłości trzeba zaznaczyć, że dyrektywa unijna CRD IV ma dopuścić pewne, ale tylko niewielkie i obwarowane licznymi warunkami, dodatkowe zwiększanie tego bufora.

²⁷ W rachunku tym nie są uwzględniane dodatkowe bufory kapitałowe (ochrony kapitału i antycykliczny). [To End..., 2012, s. 34].

być już ogłoszone zmiany pierwotnego kształtu wymogu płynności krótkoterminowej (LCR).

Jeśli chodzi o pozostałe zmiany regulacyjne, mogące pośrednio wpłynąć na procykliczność sektora bankowego, to największy postęp widoczny jest w regulacjach dotyczących pozagiełdowych transakcji instrumentami pochodnymi, systemów wynagrodzeń w bankach oraz obowiązkowych stress testów. Brak jest natomiast, jak dotąd, istotniejszych zmian dotyczących sekurytyzacji i agencji ratingowych.

W większości rozwiniętych gospodarek zaawansowane są już przygotowania do powołania do życia izb rozliczeniowych (*Central Counterparties – CCPs*) dla wszystkich ważniejszych pozagiełdowych rynków instrumentów pochodnych, w tym i głównych derywatów kredytowych²⁸. Rozliczanie transakcji za pośrednictwem tych izb będzie bądź obowiązkowe bądź też wagi ryzyka przy obliczaniu wymogów kapitałowych będą tak zróżnicowane, aby stwarzać bardzo silne bodźce do korzystania z usług tych izb.

Pojawiły się też już regulacje systemów wynagrodzeń w bankach zgodne z postulatami przedstawionymi powyżej. W tym przypadku jednak nie jest to jeszcze zjawisko powszechne i nastąpiło tylko w niektórych krajach (np. w Unii Europejskiej – dyrektywy CRD III i CRD IV – oraz w Szwajcarii).

Jest jeszcze zdecydowanie za wcześnie na pełną odpowiedź na pytanie, czy antycykliczna polityka gospodarcza została dostosowana do zmian w charakterze współczesnego cyklu koniunkturalnego, a w szczególności do zjawiska nakładania się na cykl koniunkturalny cyklu finansowego. Można tylko przytoczyć pewne wstępne obserwacje.

Rozpoczynając od polityki prowadzonej w fazie wzrostowej cyklu, to w okresie poprzedzającym współczesny globalny kryzys finansowy na palcach jednej ręki można policzyć banki centralne stosujące w polityce pieniężnej strategię przeciwstawiania się wiatrowi. Postępowały tak jedynie banki centralne Szwecji, Australii i Nowej Zelandii [Sławiński, 2011].

Pozostałe banki centralne prowadziły politykę monetarną w sposób tradycyjny, a więc bez uwzględniania sytuacji na rynkach aktywów i nieruchomości. Klasycznym tego przykładem może być amerykańska Rezerwa Federalna. Inflacja w Stanach Zjednoczonych pozostawała niska i to pomimo stosunkowo szybkiego wzrostu gospodarczego. Od początku 1993 r. do połowy 2007 r. nominalny PKB Stanów Zjednoczonych zwiększył się dwukrotnie, a indeks inflacji wykazał wzrost tylko o 50%. Prowadzona była zatem ekspansywna polityka pieniężna, ale niskie stopy procentowe i szybko rosnąca podaż pieniądza sprzyjały powstawaniu bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów. I tak w rozpatrywanym okresie ceny nieruchomości wzrosły prawie o 100%, a indeks cen akcji Dow Jonesa aż o 300%, co nie spowodowało jednak żadnej zmiany w polityce pieniężnej Rezerwy Federalnej [Orłowski, 2008].

²⁸ Na przykład w Unii Europejskiej kwestie te reguluje Rozporządzenie EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) z lipca 2012 r.

Nie sposób jeszcze przewidzieć, na ile po obecnym kryzysie zmieni się sposób prowadzenia polityki pieniężnej w fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego. Pewnymi symptomami zapowiadającymi pożądaną ewolucję mogą być zmiany struktury organizacyjnej w niektórych bankach centralnych (np. w Banku Anglii [Goodhart, 2011] i w banku centralnym Czech [http, 2013]). Polegają one na tworzeniu pionów odpowiedzialnych za stabilność finansową i prowadzenie polityki makroostrożnościowej. Można domniemywać, że będzie to oznaczało koordynację w ramach tych banków centralnych polityki pieniężnej z polityką makroostrożnościową.

Również i w polityce fiskalnej prowadzonej w okresie ożywienia poprzedzającego obecny kryzys sytuacja na rynkach aktywów i nieruchomości nie była uwzględniana. Dotyczyło to nawet tak skrajnych przypadków jak Irlandia i Hiszpania, gdzie korzystna sytuacja fiskalna w bardzo dużym stopniu wynikała z narastającego boomu na rynku nieruchomości. Tymczasem dobry stan finansów publicznych przyjmowano bezkrytycznie, bez głębszej analizy przyczyn oraz możliwych przyszłych zagrożeń i tym samym bez wniosków dla sposobu prowadzenia bieżącej polityki fiskalnej.

Nieco więcej jest już dostępnych obserwacji dotyczących sposobu prowadzenia antycyklicznej polityki gospodarczej w okresie recesji związanej z załamaniem w cyklu finansowym. Jeśli chodzi o politykę pieniężną, to w początkowej fazie współczesnego kryzysu, a więc od drugiej połowy 2007 r. do początku 2009 r., główne banki centralne, kolejno, podejmowały agresywnie, ekspansywną politykę. Polegała ona na bardzo znacznych obniżkach stóp procentowych, które w licznych przypadkach sprowadzone zostały prawie do zera oraz na zasilaniu banków w płynność na ogromną skalę, nie tylko za pomocą tradycyjnych operacji otwartego rynku, ale i mniej konwencjonalnych tzw. operacji bilansowych banku centralnego. Te ostatnie polegają na bezwarunkowym zakupie od banków różnego typu papierów wartościowych oraz na rozszerzaniu listy akceptowanych zabezpieczeń i kontrahentów (partnerów) w operacjach kredytowych banku centralnego [Tymoczko, 2010]. Na tym wstępnym etapie zarządzania kryzysem tak prowadzona polityka pieniężna pozostawała jeszcze zgodna z przedstawionymi wcześniej postulatami.

Następnie jednak, pomimo pojawiających się niekiedy zapowiedzi poszukiwania strategii wyjścia z tej polityki (zwłaszcza ze strony Europejskiego Banku Centralnego), była ona kontynuowana. Do momentu ukończenia niniejszego tekstu, to jest lutego 2014 r., największe banki centralne wciąż utrzymują swoje bazowe stopy procentowe na poziomie bliskim zeru i przeprowadzają na ogromną skalę różnego typu operacje bilansowe. Rezultatem jest bardzo znaczny wzrost ich sum bilansowych. Od początku 2008 r. do kwietnia 2013 r. aktywa Banku Anglii wzrosły o 350%, Szwajcarskiego Banku Narodowego o 290%, Rezerwy Federalnej USA o 240%, Europejskiego Banku Centralnego (EBC) o 75%, a Banku Japonii o 49%. Co więcej, większość banków centralnych zapowiada kolejne operacje bilansowe [Siemiończyk, 2013a]. Nie bez racji główne banki centralne zaczęto określać nie tylko mianem pożyczkodawców ostatniej

instancji (*lender of last resort*), ale i nabywców ostatniej instancji (*buyer of last resort*) [Tymoczko, 2010, s. 6].

Uporczywe trwanie przy agresywnie ekspansywnej polityce pieniężnej banki centralne uzasadniają utrzymywaniem się tendencji recesyjno-stagnacyjnych oraz wkroczeniem przez kryzys finansowy w kolejną fazę (kryzysu finansów publicznych w części strefy euro, począwszy od 2010 r.). Tymczasem w świetle tego, co powiedziano na ten temat w poprzedniej części artykułu, brak oczekiwanych efektów antycyklicznej polityki monetarnej może wynikać z jej nieadekwatności do charakteru obecnego kryzysu, to jest nakładania się na siebie kryzysu finansowego i recesji. Potwierdzeniem tej tezy może być ewidentna nieskuteczność wielu operacji banków centralnych w warunkach nierozwiązanych problemów strukturalnych i bilansowych sektora bankowego. I tak wielokrotnie środki pożyczane bankom przez Rezerwę Federalną, Europejski Bank Centralny i inne banki centralne w celu bądź przywrócenia normalnego funkcjonowania międzybankowego rynku pieniężnego, bądź zwiększenia akcji kredytowej banków, bądź też umożliwienia im dodatkowych zakupów obligacji skarbowych natychmiast wracały do banków centralnych w postaci depozytów lub nadwyżkowych rezerw [Tymoczko, 2010; Siemiończyk, 2013a]. Nie pomagało nawet stosowane przez niektóre banki centralne zerowego (a w skrajnych przypadkach, jak w Danii, ujemnego) oprocentowania tych nadwyżkowych rezerw [Siemiończyk, 2013b]. Ponadto – jak była już o tym mowa – im dłużej banki centralne brną w politykę bilansu, tym trudniejsze staje się znalezienie strategii wyjścia z tej polityki ze wszystkimi tego konsekwencjami dla wiarygodności banków centralnych.

Gwoli ścisłości trzeba zauważyć, że część operacji banków centralnych można jednak uznać za ukierunkowaną rzeczywiście na rozwiązywanie kluczowych problemów strukturalnych i bilansowych sektora finansowego. Można tutaj wymienić przede wszystkim dokonywane na ogromną skalę przez Fed zakupy od banków MBS-ów (obligacji zabezpieczonych kredytami hipotecznymi), a także zakupy od banków przez EBC obligacji skarbowych krajów dotkniętych lub poważnie zagrożonych kryzysem zadłużeniowym. W obu przypadkach operacje te pozwalały bankom pozbyć się ze swoich bilansów trudno zbywalnych aktywów, które, ze względu na wysokie wagi ryzyka, wiązały znaczą część ich kapitału regulacyjnego [Siemiończyk, 2013b]. Inny przykład, to udział Fedu w programach pomocowych dla pojedynczych instytucji finansowych: wsparcie JP Morgan przy przejmowaniu Bear Sterns, a także pomoc finansowa udzielana AIG, Citigroup i Bank of America [Tymoczko, 2010]. Można jednak mieć uzasadnione wątpliwości, czy tego rodzaju operacje powinny być przeprowadzane w ramach polityki pieniężnej banku centralnego i czy nie powinny pozostać one wyłączną domeną polityki fiskalnej.

Skoro o polityce fiskalnej mowa, to nie ulega wątpliwości, że w czasie współczesnego kryzysu była ona bardzo ekspansywna. W większości krajów wysoko rozwiniętych zastosowano ogromne pakiety fiskalne (sięgające setek miliardów USD lub EUR) mające wspomagać zagrożone instytucje finansowe

i/lub stymulować koniunkturę. Efekty okazały się jednak dość odległe od zamierzonych. Co prawda udało się zapobiec (z bardzo nielicznymi wyjątkami) bankructwom dużych instytucji finansowych i załamaniu się systemu finansowego, ale nie udało się go zrestrukturyzować i w pełni uzdrowić. Wobec częściciowego tylko usunięcia źródeł kryzysu mało skuteczna okazała się również polityka stymulowania koniunktury. Jednocześnie połączenie ogromnych wydatków budżetowych i słabej aktywności gospodarczej spowodowało drastyczne zwiększenie się długu publicznego. W niektórych krajach (w Grecji, Irlandii, Portugalii i Hiszpanii) doprowadziło to do otwartego kryzysu finansów publicznych. W wielu innych (w tym nawet w Stanach Zjednoczonych) dług publiczny wzrósł w stopniu budzącym poważny niepokój wielu ekonomistów, a okresowo już i rynków finansowych.

Co zawiodło w polityce fiskalnej? Wydaje się, że pomoc publiczna udzielana, w różnych formach, instytucjom finansowym była zbyt słabo uwarunkowana. Nawet tam, gdzie jak w Wielkiej Brytanii, *explicite* powoływano się na doświadczenia krajów skandynawskich sprzed dwudziestu lat, nie realizowano tego następnie w sposób dostatecznie konsekwentny. Dlatego też nie udało się ani doprowadzić do takiej restrukturyzacji wspomaganych instytucji finansowych, która by je w pełni uzdrowiła, ani uniknąć wykreowania dodatkowej pokusy nadużycia ani odzyskać znaczącej części wydanych funduszy.

Podsumowanie

Od co najmniej kilku lat coraz więcej zwolenników zyskuje pogląd że, zwłaszcza w gospodarkach wysoko rozwiniętych, sektor bankowy przyczynia się do wzmocnienia wahań koniunktury gospodarczej. Głównym kanałem procyklicznego oddziaływania sektora bankowego jest występowanie bardzo wyraźnych cykli kredytowych. Przyczyny takiego zachowania banków wyjaśniają trzy mechanizmy: akceleratora finansowego, akceleratora bankowego oraz cyklicznych zmian percepcji ryzyka i skłonności banków do jego podejmowania. Procykliczność sektora bankowego dodatkowo wzmocniają jeszcze interakcje zachodzące między cyklem finansowym a cyklem koniunkturalnym.

Przemiany sektora bankowego w ostatnich 30–40 latach przyczyniły się do wzmocnienia fluktuacji koniunkturalnych zarówno przez swój wpływ na politykę kredytową banków, jak i na skalę ryzyka systemowego w całym sektorze. Te wnioski z analizy teoretycznej są też zgodne z przytoczonymi wynikami badań empirycznych.

Nie ma jakiegoś jednego, cudownego remedium na problem procykliczności sektora bankowego. Nie byłyby nim nawet najbardziej radykalne reformy strukturalne tego sektora, takie jak 100% rezerwa dla depozytów na żądanie (*narrow banking*) czy zastąpienie banków kompleksowym systemem funduszy inwestycyjnych (*limited purpose banking*). Optymalnym rozwiązaniem, które mogłoby pozwolić na znaczne ograniczenie tej procykliczności wydaje się połączenie różnych działań, wśród których za najważniejsze należy uznać:

- reformy strukturalne takie jak podział największych banków i ścisłe rozdzielanie bankowości komercyjnej i inwestycyjnej;
- makroostrożnościową politykę nadzorczą, nie tylko znacznie zaostrzającą wymogi kapitałowe i płynnościowe, ale również prowadzoną w sposób elastyczny w przebiegu cyklu koniunkturalnego (automatycznie, a jeszcze lepiej dyskrecyjnie, zaostrzającą rozmaite wymogi w czasie ekspansji i rozluźniającą je w czasie recesji) jak i selektywnie w odniesieniu do poszczególnych kategorii kredytów;
- politykę stabilizacyjną (pieniężną i fiskalną) prowadzoną z uwzględnieniem interakcji między cyklami koniunkturalnymi i cyklami finansowymi;
- ścisłą koordynację polityki pieniężnej i polityki makroostrożnościowej (najlepiej, aby obie były prowadzone przez bank centralny).

Dla osiągnięcia zakładanego celu za bardzo istotne należy uznać nie tylko zastosowanie całego przedstawionego powyżej pakietu skoordynowanych działań, ale także pełną konsekwencję w ich stosowaniu.

Podjęte w ostatnich latach reformy strukturalne i regulacyjne sektora bankowego, a także zmiany w sposobie prowadzenia polityki stabilizacyjnej zmierzają we właściwym, postulowanym przez wielu ekonomistów kierunku. Jednocześnie są one zdecydowanie nie dość daleko idące i pozostają odległe od przedstawionej w niniejszym artykule kombinacji tych reform uznanej za optymalną z punktu widzenia przeciwdziałania procykliczności sektora bankowego. Tym samym trudno oczekiwać w dającej się przewidzieć przyszłości istotniejszego ograniczenia tej procykliczności.

Bibliografia

- Barczyk R., Lubiński M., Małecki W. [2014], *Banki a cykl koniunkturalny*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Berger A.N., Udell G.F. [2003], *The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behaviour*, „BIS Working Papers”, no. 125.
- Bernanke B.S., Gertler M., Gilchrist S. [1998], *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*, „NBER Working Paper”, no. 6455.
- Borio C. [2011], *Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial Stability Policy: Journey, Challenges and a Way Forward*, „BIS Working Papers”, no. 354.
- Borio C. [2012], *The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?*, „BIS Working Papers”, no. 395.
- Chmielewski T., Sławiński A. [2010], *Wykorzystanie instrumentów nadzorczych w polityce makro-stabilizacyjnej*, „Zarządzanie Publiczne”, nr 3 (13).
- Chmielewski T., Sławiński A. [2012], *Ochronka dla wielkich banków*, „Rzeczpospolita”, 18 lipca.
- Consultation by the High-level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector* [2012], „Finance Watch”, June 1, 2012, www.finance-watch.org (27.10.2012).
- Crockett A. [2000], *Marrying the Micro – and Macroprudential Dimensions of Financial Stability*, „BIS Speeches”, September 21.

- Drehmann M., Borio C., Tsatsaronis K. [2012], *Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term*, „BIS Working Papers”, no. 380.
- Financial Sector Pro-cyclicality. Lessons from the Crises* [2009], Banco d'Italia Occasional Paper, no. 44.
- Galati G., Moessner R. [2011], *Macroprudential Policy – a Literature Review*, „BIS Working Papers”, no. 337.
- Gali J., Valles J., Lopez-Salido J. [2007], *Understanding the Effects of Government Spending on Consumption*, „Journal of the European Economic Association”, vol. 5, no. 1.
- Gambacorta L., Rixtel A. van [2013], *Structural Bank Regulation Initiatives: Approaches and Implications*, „BIS Working Papers”, no. 412.
- Goodhart C. [2011], *The Macroprudential Authority: Powers, Scope and Accountability*, „Special Paper”, no. 203, LSE Financial Market Group Paper Series.
- Hausner J., Sławiński A. [2012], *Chwiejna piramida nad Europą*, „Rzeczpospolita”, 19 stycznia.
- Heming R., Kell M., Mohfouz S. [2002], *The Effectiveness of Fiscal Policy In Stimulating Economic Activity – A Review of the Literature*, „IMF Working Paper”, WP/02/208, International Monetary Fund.
- http [2013], http://www.cnb.cz/en/supervision_financial_market/conduct_of_supervision (20.09.2013).
- Iwanicz-Drozdowska M. (red.) [2002], *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, PWE, Warszawa.
- Kay J. [2010], *Should We Have „Narrow Banking”?*, in: *The Future of Finance. And the Theory That Underpins It*, London School of Economics and Political Sciences, London.
- Kiyotaki N., Moore J. [1997], *Credit Cycles*, „Journal of Political Economy”, no. 2.
- Kotlikoff L.J. [2010], *Jimmy Stewart is Dead. Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Kozłowski T. [2010], *Akcelerator finansowy jako koncepcja mechanizmu amplifikacji zewnętrznych zakłóceń gospodarczych*, „Ekonomia i Prawo”, t. VI.
- Liikanen E. (ed.) [2012], *High-level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector*, Final Report, Brussels, October 2.
- Lubiński M. [2012], *Wpływ akceleratora finansowego na przebieg wahań koniunkturalnych*, „Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego SGH”, nr 88.
- Małecki W. [2014], *Przemiany sektora bankowego i ich konsekwencje*, „Ekonomista”, przyjęty do druku.
- Miklaszewska E., Mikołajczyk K., Pawłowska M. [2013], *Post-crisis Regulatory Architecture and Central and East European Banks*, „Gospodarka Narodowa”, nr 7–8.
- Minsky H.P. [1986], *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, London.
- Orłowski W. [2008], *Stan świata, czyli dlaczego to, co się świetnie dotąd rozwijało, raptem padło*, <http://www.gw.pl> (6.10.2008).
- Roubini N., Mihov S. [2011], *Ekonomia kryzysu*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Siemiończyk G. [2013a], *Puchną bilanse banków centralnych*, <http://www.ekonomia24.pl> (15.04.2013).

- Siemiończyk G. [2013b], *Banki centralne walczą z globalnym kryzysem*, <http://www.ekonomia24.pl> (15.04.2013).
- Sławiński A. (red.) [2011], *Polityka pieniężna*, C.H. Beck, Warszawa.
- Soto J. de [2009], *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa.
- The Fundamental Principles of Financial Regulation* [2009], Geneva Reports on the World Economy, June 11.
- To End All Crises? Implementing Basel III In the European Union. A Position Paper on CRD IV/ CRR* [2012], „Finance Watch”, February.
- Turner A. [2010], *What Do Banks Do? Why Do Credit Booms and Bust Occur and What Can Public Policy Do About It?*, in: *The Future of Finance. And the Theory That Underpins It*, London School of Economics and Political Sciences, London.
- Tymoczko D. [2010], *Działania banków centralnych w czasie kryzysu*, Seminarium BRE-CASE, „Banki centralne w zarządzaniu kryzysem – strategie wyjścia”, Warszawa, 25 listopada.
- Wojtyna A. [2013], *Kontrowersje wokół charakteru ożywienia po kryzysie finansowym i recesji*, „Gospodarka Narodowa”, nr 11–12 (267–268).

PREVENTION OF PROCYCLICALITY IN THE BANKING SECTOR

Summary

The paper discusses and evaluates proposals from various economists and politicians on how to reduce procyclicality—or behaviors positively correlated with the overall state of the economy—in the banking sector. The author juxtaposes these proposals with specific reform measures, both those that have already been implemented and those planned in the future.

Małecki defines procyclicality as “such operations of banking sector entities that contribute to more intense fluctuations in the business cycle.”

The author reviews arguments that either support or counter the proposition that the banking sector is procyclical. He then looks at these arguments in the context of reforms that have already been implemented or are expected to take effect in the future.

The key conclusion that can be drawn from the analysis is that there is no single miracle remedy for the problems arising from the procyclicality of the banking sector, Małecki says. An optimal measure that could help significantly reduce the procyclicality effect is a combination of various measures involving structural reforms as well as changes in banking regulation and in how stabilization policy is pursued, the author adds.

Structural and regulatory reforms carried out in the banking sector in recent years have generally followed the path recommended by many economists, according to Małecki. The same goes for changes in how countercyclical macroeconomic policy has been pursued, the author says.

However, these changes have not been radical enough and leave a lot to be desired in terms of an optimal mix of reforms designed to prevent procyclicality in the banking sector, the author concludes. Thus, it is hardly possible to expect that procyclicality will be substantially limited any time in the foreseeable future, Małecki says.

Keywords: banks, procyclicality, business cycles, banking sector reforms

JEL classification codes: E32, E58, G21, G28
