

Kluza K., Kluza S. (2021). "Finanse Publiczne a stabilność systemu finansowego" w: "Finanse publiczne" red. M. Ziolo, Polska Akademia Nauk, ISBN 978-83-66847-18-7, s. 97-122.

## Rozdział 6

### FINANSE PUBLICZNE A STABILNOŚĆ SYSTEMU FINANSOWEGO

#### Wstęp

Celem rozdziału jest prezentacja zagadnienia stabilności finansowej w kontekście jej znaczenia dla finansów publicznych. Istotny akcent położony jest na wymiarze stabilności finansowej jako dobra publicznego. Ostatnie dwa duże globalne kryzysy gospodarcze w XXI w. szczególnie potwierdziły tę tezę. Wysokorozwinięte gospodarki doświadczyły bardzo dużych kosztów kryzysów finansowych już w drugiej połowie XX w. i aby uniknąć podobnych zdarzeń w przyszłości, w XXI w. skupiły się na budowaniu systemu bezpieczeństwa finansowego i stabilności finansowej. W Polsce podejście „stabilność finansowa jest dobrem publicznym” zostało zainicjowane przy okazji tworzenia zintegrowanego nadzoru nad rynkiem finansowym w ramach KNF od 2006 r.<sup>193</sup>

Istnieje zwrotna zależność przyczynowo-skutkowa między stabilnością makroekonomiczną i stabilnością w sektorze finansowym. Rolą państwa jest również zapobiegawcze identyfikowanie źródeł i symptomów pojawiania się niestabilności finansowej. W ostatniej części rozdziału omówione są interakcje pomiędzy politykami fiskalnymi, pieniężnymi i ostrożnościowymi na przykładzie kryzysu wywołanego pandemią koronawirusa z 2020 r.

#### 1. Pojęcie stabilności finansowej

Stabilność finansowa definiowana jest jako stan, w którym system finansowy – składający się z instytucji pośrednictwa finansowego, rynków i infrastruktury rynkowej – jest zdolny przetrwać wstrząsy zewnętrzne, bądź negatywne skutki powstałych endogenicznie nierównowag finansowych, dalej realizując swoje funkcje.<sup>194</sup>

<sup>193</sup> S.Kluza, Stabilność finansowa jako dobro publiczne, W: Z. Piątek, S. Olearczyk, Przygotowania obronne w działach administracji rządowej. Warszawa 2012, s. 29–34.

<sup>194</sup> Zob. np. NBP Raport o stabilności systemu finansowego, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2021, czerwiec oraz ECB, Financial stability, Europejski Bank Centralny,

Alternatywnie jest to brak występowania lub odporność na skutki wystąpienia ogólnosystemowych zdarzeń, które mogą doprowadzić do zakłócenia funkcjonowania systemu finansowego.<sup>195</sup> Stan stabilności finansowej oznacza więc eliminację przyszłych oraz absorpcję istniejących zakłóceń w procesie pośrednictwa finansowego, które to zakłócenia mogą w negatywny sposób wpływać, w szczególności poprzez procesy finansowania zewnętrznego, na realną sferę gospodarki bądź rynki aktywów finansowych. Przegląd dyskusji nad zdefiniowaniem pojęcia stabilności finansowej oraz alternatywne definicje zawarty jest w (Schinasi, 2005).<sup>196</sup> Zagadnienia związane z jej kwantyfikacją, szczególnie w aspekcie ryzyka działalności bankowej są zawarte m. in. w Demirgüç-Kunt, Detragiache & Tressel (2008) oraz Laeven & Levine (2009).<sup>197</sup>

Stabilny system finansowy to zarazem system, który jest w stanie realizować takie swoje funkcje jak: efektywnie alokować zasoby kapitału do przedsięwzięć gospodarczych, oceniać i zarządzać szeroką gamą ryzyk finansowych, kredytowych oraz majątkowych i osobowych (podmioty ubezpieczeniowe), eliminować względne niedopasowania cenowe pomiędzy aktywami finansowymi i aktywami rzeczowymi, dostarczać finansowanie dla gospodarstw domowych (cele konsumpcyjne i mieszkaniowe) oraz, pośrednio, wpływać na utrzymywanie się stopy bezrobocia na jej naturalnym poziomie. Stabilność finansowa systemu nie oznacza braku występowania w nim zakłóceń, ale jego zdolność do absorpcji bądź zarządzania występującymi nierównowagami w wyżej wspomnianych obszarach, bądź odporność na nieprzewidziane zewnętrzne szoki gospodarcze.

Z tej perspektywy widać, iż stabilność finansowa jest kluczowa dla zrównoważonego rozwoju gospodarczego – przeważająca część operacji w sferze realnej gospodarki wymaga sprawnie działającego systemu finansowego, w tym stabilnej dostępności do finansowania zewnętrznego. W związku z tym istotność stabilności finansowej dla gospodarki zazwyczaj najlepiej ilustrują okresy jej braku, czyli okresy występowania niestabilności finansowej. Na zagadnienia zapewnienia stabilności finansowej można patrzeć zarówno z perspektywy mikroekonomicznej, makroekonomicznej jak i rynków finansowych. Zagadnienia te opisane zostały w dalszej części niniejszego rozdziału.

---

materiał na stronie: <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/html/index.en.html>; dostęp 30.06.2021.

<sup>195</sup> Financial stability, World Bank 2021, materiał na stronie: <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-stability>; dostęp 30.06.2021

<sup>196</sup> G. Schinasi, Defining Financial Stability (rdz. 5). W: *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice*. International Monetary Fund, Waszyngton 2005

<sup>197</sup> A. Demirgüç-Kunt, E. Detragiache, T. Tressel, Banking on the Principles: Compliance with Basel Core Principles and Bank Soundness. *Journal of Financial Intermediation*, 2008, 17(4), s. 511–542 oraz L. Laeven, r. Levine, Bank Governance, Regulation, and Risk Taking. *Journal of Financial Economics* 2009, 93(2), s. 259–275.

## 2. Stabilność finansowa jako dobro publiczne

Z perspektywy mikroekonomicznej stabilność finansowa jest dobrem publicznym. Po pierwsze spełnia ona warunek nierywalizacyjnej konsumpcji. Oznacza to, iż korzystanie z korzyści, jakie niesie za sobą stabilność finansowa przez jeden podmiot, nie powoduje, że korzyści te spadają (są częściowo skonsumowane jak w przypadku dobra prywatnego) dla innego podmiotu. Nawet przeciwnie – właśnie wspólna, nierywalizacyjna konsumpcja (korzystanie z tego dobra) powoduje maksymalną korzyść z zapewnienia mechanizmów stabilności finansowej. Po drugie stabilność finansowa spełnia warunek braku wykluczenia przy korzystaniu z niej. Mechanizmami tymi objęte są wszystkie odpowiednie podmioty rynków finansowych i to wręcz na zasadzie obligatoryjności. Biorąc pod uwagę, iż spełnione są oba warunki, stabilność finansowa jest czystym dobrem publicznym.<sup>198</sup>

Co istotne, z reguły Samuelsona wynika, iż tego typu dobro, jeśli będzie dostarczane przez maksymalizujące indywidualne użyteczności podmioty prywatne, będzie charakteryzowało się zbyt niską podażą.<sup>199</sup> Jego optymalna ilość wymaga zaangażowania władz i środków publicznych, w tym stworzenia odpowiednich ram instytucjonalnych do jego dostarczenia, jak i, co ważniejsze, utrzymywania. Mechanizmy samoregulacji nie będą w stanie zapewnić optymalnego poziomu takiego dobra publicznego.

Stabilność finansowa jest potrzebna do sprawnego funkcjonowania mechanizmów pośrednictwa finansowego i pokrewnych procesów w gospodarce, w tym do podtrzymywania zaufania wszystkich uczestników procesów gospodarczych do tego, iż jest to stan trwały lub, nawet jeśli podlegający kryzysom, to odbudowujący się i powracający do równowagi w długim okresie. Alternatywą dla gospodarki w przypadku braku stabilności finansowej, czyli faktycznie pozbawionej procesów finansowych, jest gospodarka zbliżona do gospodarki barterowej.

Gospodarka barterowa jest znacząco mniej efektywna w alokowaniu rzadkich zasobów niż gospodarka monetarna, ze względu nie tylko na swoje ograniczenia w handlu wielostronnym, ale także z powodu bardzo ograniczonych możliwości rozwiązania problemu wyboru międzyokresowego, w tym stosowania kontraktów finansowych, jako rozszczenie do przyszłych realnych zasobów, a w efekcie ograniczonej zdolności do finansowania inwestycji, zarządzania ryzykiem i niepewnością w zdarzeniach gospodarczych oraz utrudnionej akumulacji majątku. Taki jest więc teoretyczny punkt odniesienia dla korzyści z dostarczania dobra publicznego, jakim jest stabilność finansowa, wykraczający daleko poza same funkcje transakcyjne pieniądza.<sup>200</sup>

<sup>198</sup> Zob. np. J. E. Stiglitz, *Ekonomia sektora publicznego*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2004.

<sup>199</sup> P.A. Samuelson, The pure theory of public expenditure, *Review of Economics and Statistics*, 1954, 36, 387–389.

<sup>200</sup> Zob. G.Schinasi, Defining Financial Stability (rdz. 5). W: *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice*. International Monetary Fund, Waszyngton 2005.

Inny rodzaj kosztu braku stabilności finansowej, jaki można historycznie zaobserwować, wynika z faktu, iż już uregulowany system finansowy jest podatny na występowanie zawodności rynków (ang. *market failures*). Każdy okres niestabilności finansowej oznacza bezpośrednie straty dla akcjonariuszy i problemy finansowe dla pracowników danego podmiotu. Zarazem poprzez efekty zarażania (ang. *contagion*) bez odpowiednich działań zaradczych niestabilność finansowa jest w stanie dotknąć kolejne podmioty finansowe, ich wierzycieli i deponentów, a w konsekwencji zarażać realną gospodarkę i finalnie sektor finansów publicznych.

Szczególnie dotkliwe kryzysy bankowe pojawiały się w dwóch ostatnich dekadach XX w., kiedy nie istniały jeszcze rozbudowane instytucje systemu bezpieczeństwa finansowego i stabilności finansowej. Przykładowo w latach 1984–1991 koszt kryzysów bankowych w Stanach Zjednoczonych wyniósł 5%–7% rocznego PKB, w Finlandii w latach 1991–1993 8%–10%, a w Hiszpanii w latach 1977–1985 15%–17% rocznego PKB. Jeszcze wyższe koszty kryzysów finansowych występowały w krajach transformacji systemowej i rozwijających się, np. Izrael 30% rocznego PKB (1977–1983), Argentyna 55% (1980–1982), Chile 19%–41% (1981–1983), Senegal 17% (1988–1991), Bułgaria 14% (1990–1995), Węgry 10% (1995).<sup>201</sup> W kryzysie finansowym z lat 2008–2009 państwa grupy G–20 na bezpośrednią pomoc publiczną dla instytucji finansowych przeznaczyły 3,7% ich PKB z 2008 r.<sup>202</sup> Skalę i charakter tej pomocy w krajach strefy euro, Wlk. Brytanii i St. Zjednoczonych przedstawia tabela 6.1.

Jak zauważa Schinasi (2005)<sup>203</sup>, sektor finansowy jest szczególnie podatny na występowanie zawodności rynku. Zazwyczaj mają one tak duże konsekwencje (zob. np. IMF (1998))<sup>204</sup>, iż uzasadniają podjęcie interwencji publicznych w celu załagodzenia ich skutków dla podmiotów niefinansowych i gospodarstw domowych. Według Crockett (2020)<sup>205</sup> istnieją następujące główne powody, dla których trudności podmiotu finansowego mogą wymagać działań władz publicznych:

- Straty ponoszone przez deponentów i innych wierzycieli mogą zostać znacząco zwiększone z powodu wyjątkowej podatności instytucji finansowych na gwałtowny spadek zaufania do danego podmiotu, panikę oraz zachowania stadne klientów (tzw. *runs*).
- Istnieje łatwy mechanizm rozprzestrzenienia się strat na inne instytucje finansowe poprzez „zarażenie” (dotyczy również podważenia zaufania do innych podmiotów) lub poprzez bezpośrednie ekspozycje (wzajemne powiązania finansowe).

<sup>201</sup> Zob. M. Goldstein, *The Case for an International Banking Standard*. Institute for International Finance, Waszyngton 1996 oraz IMF, *World Economic Outlook. Financial Crises: Causes and Indicators*. International Monetary Fund, Waszyngton, maj 1998.

<sup>202</sup> KNF Komisja Nadzoru Finansowego. *Pięć lat działalności*. Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2011.

<sup>203</sup> G. Schinasi, (2005), op cit.

<sup>204</sup> IMF (1998), op cit.

<sup>205</sup> A. Crockett, *Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy?* W: *Handbook of Monetary Policy*, Routledge 2020, s. 69–86.

Tabela 6.1. Rodzaje i skala instrumentów wsparcia publicznego zastosowanych w ramach polityk antykrzysowych w strefie euro, USA i Wlk. Brytanii w okresie od października 2008 r. do końca lutego 2010 r.; jako % PKB<sup>206</sup>

	Zasilenie kapitałowe		Gwarancje i pożyczki		Środki odciażające aktywa		Całkowite zaangażowanie ze wszystkich źródeł
	w ramach przyjętych programów	poza programem (ad hoc)	Gwarancje	Pożyczki	w ramach przyjętych programów	poza programem (ad hoc)	
Strefa euro	1 (1)	1	5 (18)	2 (-)	0 (3)	1	27
Wielka Brytania	2 (3)	3	10 (19)	4 (-)	- (-)	14	43
Stany Zjednoczone	2 (5)	0	2 (4)	0 (5)	2 (11)	1	26

Źródło: ECB (2010).

- Koszty budżetowe związane z ochroną deponentów lub ratowaniem instytucji znajdujących się w trudnej sytuacji mogą być zdecydowanie wyższe post factum, niż koszty zapobiegania wystąpieniu negatywnych sytuacji.
- Niestabilność sektora finansowego może mieć rozległe konsekwencje makroekonomiczne.
- Utrata zaufania do pośrednictwa finansowego może prowadzić do zapaści rynków finansowych (ang. *financial repression*), skutkującej nieoptymalnymi poziomami oszczędności i błędną alokacją inwestycji, także w średnim i długim horyzoncie czasu.

Należy podkreślić, iż zjawisko „zarażania” jest jednym z podstawowych powodów, dla których władze publiczne troszczą się o dobrą kondycję i przetrwanie poszczególnych instytucji finansowych. Odnosi się to do aspektu stabilności finansowej jako dobra publicznego – zaufanie do systemu finansowego przynosi korzyści poszczególnym uczestnikom bez obciążania kosztami innych. Jeżeli upadek jednej instytucji spowoduje poprzez zarażanie utratę zaufania do innej, wówczas negatywne konsekwencje dla systemu jako całości mogą być znacznie większe, niż te wynikające z początkowego zakłócenia.

<sup>206</sup> Tabela przedstawia wartości skumulowane od początku kryzysu finansowego, wyrażone jako zaokrąglony procent PKB. Liczby w nawiasach pokazują zadeklarowany poziom łącznego zaangażowania dla każdego działania, zaś liczby przed nawiasami oznaczają faktycznie zrealizowane kwoty wsparcia. W praktyce wiele z ogłoszonych i zadeklarowanych kwot nie było finalnie wydatkowane. W przypadku udzielonych gwarancji odnoszą się one do obligacji wyemitowanych. Środki pomocowe „poza programem” odnoszą się do bezpośrednich i zrealizowanych działań rządowych, które nie były wcześniej projektowane jako konkretny program (w pojedynczych przypadkach mogły to być działania władz na poziomie samorządowym np. pomoc dla BayernLB w Bawarii).

### 3. Rozwiązania instytucjonalne sieci bezpieczeństwa finansowego

Obecna architektura rozwiązań instytucjonalnych dotyczących zapewnienia stabilności finansowej obejmuje instytucje sieci bezpieczeństwa finansowego oraz zbiór regulacji ostrożnościowych dla rynków finansowych. W dużym stopniu jest ona następstwem działań regulacyjnych podjętych po wybuchu światowego kryzysu finansowego z 2008 r. W okresie tym między innymi ukształtowano podział na nadzór mikroostrożnościowy (ang. *microprudential supervision*) i makroostrożnościowy (ang. *macroprudential supervision*), wprowadzono bardziej restrykcyjne wymogi kapitałowe dla banków, określono globalne instytucje ważne systemowo (ang. *global systemically important financial institutions*, G-SIFI) oraz stworzono mechanizmy przymusowej restrukturyzacji (ang. *resolution*).

Podmioty tworzące sieć bezpieczeństwa finansowego to:<sup>207</sup>

- bank centralny,
- organ(y) nadzoru,
- instytucja/instytucje gwarancyjne,
- instytucja przymusowej/uporządkowanej restrukturyzacji,
- organ nadzoru makroostrożnościowego.

Finalna odpowiedzialność za stabilność finansową, bądź za jej aspekt makroostrożnościowy, przypisywana jest zazwyczaj bankom centralnym. Zarazem banki centralne pełnią rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji dla banków komercyjnych, przeżywających krótkookresowe (a nie strukturalne) problemy płynnościowe. Wspierają również pośrednio stabilność finansową poprzez realizowaną przez nie politykę pieniężną. W dalszej części przedstawione są pokrótce ramy instytucjonalne dotyczące rozwiązań makroostrożnościowych, mikroostrożnościowych i przymusowej restrukturyzacji.

#### 3.1. Nadzór makroostrożnościowy

Poprzez nadzór makroostrożnościowy rozumiane są działania mające na celu zarówno identyfikację, ocenę i monitoring ryzyka systemowego jak i prowadzenie działań ograniczających ryzyko systemowe, tak aby utrzymać stabilność systemu finansowego oraz wspierać zrównoważony wzrost gospodarczy.<sup>208</sup> Nie są one formułowane dla konkretnego podmiotu, tylko odnoszą się do poszczególnych segmentów rynku finansowego. Podobnie cele polityki makroostrożnościowych definiuje Europejski Bank Centralny.<sup>209</sup> Obejmują one:

<sup>207</sup> Zob. M.Iwanicz-Drozdowska, Europejska sieć bezpieczeństwa finansowego. Rozwiązania pokryzysowe. *Studia BAS*, 2018, (1), s. 7–24.

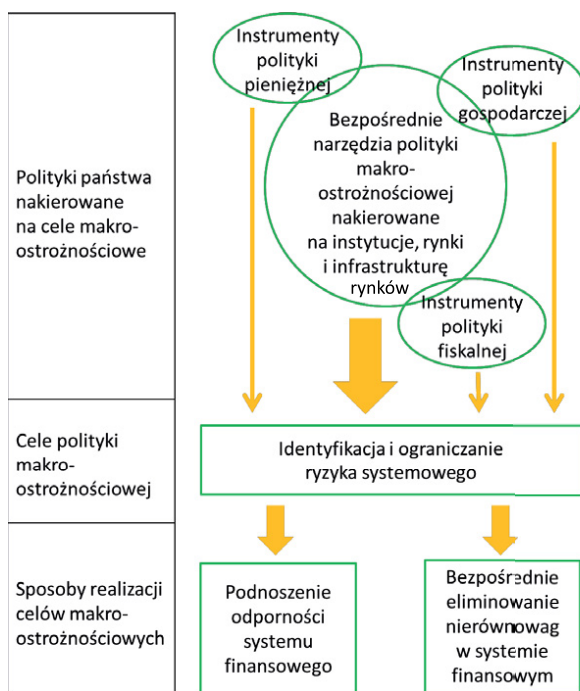
<sup>208</sup> KSF Nadzór makroostrożnościowy w Polsce. Ramy instytucjonalno-funkcjonalne." Komitet Stabilności Finansowej, Warszawa, maj 2016.

<sup>209</sup> ECB Financial stability and macroprudential policy. Europejski Bank Centralny, materiał na stronie: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.en.html>; dostęp 30.06.2021

- zapobieganie nadmiernemu narastaniu ryzyka, wynikającego z czynników zewnętrznych i niedoskonałości rynku, w celu wygładzenia finansowego cyklu koniunkturalnego,
- zwiększanie odporności sektora finansowego na narastające wewnętrzne nieefektywności i szoki zewnętrzne oraz ograniczanie efektów zarażenia (w tym międzysektorowych),
- zachęcanie do budowy ogólnosystemowych regulacji finansowych w celu stworzenia odpowiedniego środowiska działania dla uczestników rynku (wymiar strukturalny nadzoru makroostrożnościowego).

Zarazem polityki makroostrożnościowe pozostają w interakcji z innymi działaniami stabilizacyjnymi państwa (patrz rysunek 6.1).

Podstawowym instrumentarium nadzoru makroostrożnościowego jest ustalanie sektorowych buforów kapitałowych i pokrewnych wymogów. Odpowiedzialne za ich implementację są krajowe instytucje nadzoru. Są to tzw. instrumenty zharmonizowane uregulowane na poziomie europejskim, wynikające z przepisów CRD<sup>210</sup>



Rysunek 6.1. Interakcje polityki makroostrożnościowej z innymi obszarami polityk stabilizacyjnych państwa

Źródło: opracowanie własne w oparciu o FSR (2010).

<sup>210</sup> Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms



i CRR<sup>211</sup>. Obejmują antycykliczny bufor kapitałowy (od 0 do 2,5% łącznej kwoty ekspozycji na ryzyko), bufor ryzyka systemowego (min. 1% łącznej kwoty ekspozycji na ryzyko), bufor globalnej instytucji o znaczeniu systemowym (od 1% do 3,5%)<sup>212</sup> oraz bufor innej instytucji o znaczeniu systemowym (bufor do 2%)<sup>213</sup>. Ostatnie dwa bufory mają w szczególności zmniejszać ryzyko systemowe i w konsekwencji ryzyko dla finansów publicznych generowane przez duże podmioty, charakteryzowane jako 'zbyt duże by upaść' (ang. *too big to fail*). Do instrumentów zharmonizowanych zalicza się również rozwiązania krajowe przewidziane w art. 458 CRR jak np. poziom bufora zabezpieczającego (w Polsce wynosi on 2,5%), wagi ryzyka dla ekspozycji na sektor nieruchomości mieszkalnych i komercyjnych itp.

Dodatkowo krajowe instytucje nadzoru stosują instrumenty niezharmonizowane takie jak np. limity w zakresie obciążania bieżących dochodów kosztami obsługi długu (ang. *debt service to income*, DSTI), wytyczne dotyczące sposobu kalkulacji zdolności kredytowej, krajowe normy płynności. Szersze omówienie poszczególnych instrumentów makroostrożnościowych zawarte jest np. w (KSF, 2016).<sup>214</sup> Baza danych związanych z politykami/instrumentami nadzoru makroostrożnościowego w krajach Unii Europejskiej w latach 1995–2014 wraz z dokładnym wyszczególnieniem poszczególnych instrumentów wynikających z regulacji CRD i CRR jest omówiona w Budnik & Kleibl (2018).<sup>215</sup>

Na poziomie unijnym instytucją odpowiedzialną za nadzór makroostrożnościowy jest Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (European Systemic Risk Board, ESRB), powołana w 2011 r. regulacją Parlamentu i Rady EU<sup>216</sup>. Jest ona umiejscowiona przy ECB. Nie posiada ona mocy decyzyjnej – może wydawać ostrzeżenia i zalecenia, mające na celu zmniejszanie ryzyka instytucji finansowych. Dodatkowo, od 2014 r. ECB wykonuje funkcje nadzorcze, w tym makroostrożnościowe, dla strefy euro w ramach Jednolitego Mechanizmu Nadzorczego (Single Supervisory Mechanism, SSM). W szcze-

<sup>211</sup> Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms.

<sup>212</sup> Tzw. G-SIFIs – globalne instytucje finansowe ważne systemowo (*global systemically important financial institutions*), wśród których wyróżnia się G-SIBs – globalne banki ważne systemowo (*global systemically important banks*), G-SIIs – globalni ubezpieczyciele ważni systemowo (*global systemically important insurers*) oraz NBNI G-SIFIs – globalne niebankowe i nieubezpieczeniowe instytucje ważne systemowo (*non-bank non-insurance G-SIFIs*).

<sup>213</sup> Stosowanie bufora innej instytucji o znaczeniu systemowym (O-SII), podobnie jak bufora G- SII, należy do kompetencji Komisji Nadzoru Finansowego. Na koniec 2020 r. 10 banków krajowych zostało zidentyfikowane jako O-SII; nałożony na nie bufor O-SII wynosi od 0,1% do 1,0% kwoty ekspozycji na ryzyko.

<sup>214</sup> KSF (2016), op. cit.

<sup>215</sup> K., Budnik, J. Kleibl, Macroprudential regulation in the European Union in 1995–2014: introducing a new data set on policy actions of a macroprudential nature. European Central Bank 2018, No. 2123.

<sup>216</sup> Regulation (EU) No 1092/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board.



gólności ECB może zacieśniać makroostrożnościowe wymogi kapitałowe ustalone przez instytucje krajowe.

W Polsce aktualne ramy instytucjonalne nadzoru makroostrożnościowego określa Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym. Organem właściwym w zakresie tego nadzoru jest Komitet Stabilności Finansowej działający pod przewodnictwem Prezesa NBP. Historycznie kompetencje te w zakresie norm płynności realizowane były przez Komisję Nadzoru Bankowego (Rekomendacja P z 2002 r.) oraz Komisję Nadzoru Finansowego (Uchwała Nr 386/2008 KNF).<sup>217</sup>

### 3.2. Nadzór mikroostrożnościowy

Organy nadzoru mikroostrożnościowego są odpowiedzialne za kontrolę ryzyka podejmowanego przez pojedyncze podmioty finansowe, w tym instytucje ważne systemowo. W szczególności regulacji podlega bezpieczeństwo kapitałowe tych podmiotów (tzw. adekwatność kapitałowa) oraz ich płynność (w tym brak niewspółmiernie wysokiego bądź długiego korzystania z finansowania z banku centralnego). W przypadku banków i podmiotów inwestycyjnych zagadnienia te są regulowane przez CRD IV/CRR, zaś w przypadku ubezpieczycieli przez pakiet Solwency II<sup>218</sup>.

Jednym z wyzwań na najbliższe lata dla polskiego sektora bankowego jest zapewnienie funduszy własnych bądź zobowiązań kwalifikowalnych na spełnienie wymogu MREL (wymóg w zakresie minimalnego poziomu funduszy własnych i zobowiązań podlegających umorzeniu lub konwersji), który zacznie w pełni obowiązywać od 2024 r. Według NBP<sup>219</sup> istotna część sektora nie posiada nadwyżek kapitału wystarczających do pokrycia wymogu MREL na docelowo wymaganym poziomie.

Na świecie występuje kilka modeli organizacyjnych nadzoru mikroostrożnościowego – począwszy od zupełnie rozproszonego, gdzie każdy segment rynku posiada wyodrębnioną instytucję nadzorczą (np. Portugalia, Włochy), a skończywszy na nadzorze zintegrowanym, opartym o jedną wspólną instytucję nadzorczą (np. Niemcy, Polska). Występuje też model *twin peaks* (np. Wielka Brytania, Holandia), gdzie nadzór jest w pełni zintegrowany w zakresie podmiotowym, natomiast jest rozdzielony na dwie instytucje w zakresie przedmiotowym. Przykładowo w Wlk. Brytanii za nadzór mikroostrożnościowy odpowiada Prudential Regulation Authority (działająca w ramach banku centralnego), a za relacje z uczestnikami rynku, w tym w kontekście ochrony konsumenta i konkurencji, odpowiada Financial Conduct Authority.

<sup>217</sup> Zob. NBP Raport o stabilności systemu finansowego. Narodowy Bank Polski, Warszawa, grudzień 2009.

<sup>218</sup> Aktualnie uregulowane poprzez Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2015/35 z dnia 10 października 2014 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wyłącalność II).

<sup>219</sup> NBP Raport o stabilności systemu finansowego. Narodowy Bank Polski, Warszawa, czerwiec 2021.

W Polsce instytucją odpowiedzialną za nadzór mikroostrożnościowy nad wszystkimi segmentami rynku finansowego (banki, pozabankowe instytucje finansowe i fundusze inwestycyjne, rynki kapitałowe, ubezpieczyciele, fundusze emerytalne) jest od 2008 r. Komisja Nadzoru Finansowego<sup>220</sup>. Na poziomie instytucji europejskich mamy natomiast do czynienia z rozproszonym modelem instytucji nadzoru. Obejmuje on:

- Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (European Banking Authority, EBA),
- Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA),
- Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority, ESMA).

Należy zauważyć, że organy europejskie odpowiedzialne są głównie za wypracowywanie standardów służących jednolitemu stosowaniu regulacji oraz koordynują współpracę między nadzorami krajowymi. Bezpośrednio nie pełnią funkcji nadzorczych, także wobec podmiotów transgranicznych.

### 3.3. Mechanizm przymusowej restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz system gwarancji depozytów

Globalny kryzys finansowy zapoczątkowany w 2008 r. skutkowało potrzebą zaangażowania dużych środków publicznych na programy wsparcia instytucji finansowych. W państwach grupy G-20 bezpośrednia pomoc publiczna dla instytucji finansowych wyniosła w czasie kryzysu 2008-2009 ok. 3,7% PKB z 2008 r.<sup>221</sup> W krajach Unii Europejskiej do połowy 2009 roku łączna zrealizowana pomoc dla instytucji finansowych wyniosła 11,5% PKB<sup>222</sup>, przy czym już w II poł. 2009 r. jej natężenie osłabło. Składały się na nią takie instrumenty jak podwyższenia kapitałów, gwarancje na zobowiązania banków, odciążenie ze złych długów oraz wsparcie płynnościowe banków. Kryzys ten uzmysłowił rządowi, iż władze publiczne stały się de facto zakładnikami ryzykownych polityk kredytowych bądź tradingowych szczególnie dużych banków (problem podmiotów *too big to fail*), nie mogąc sobie pozwolić na upadek tych podmiotów, tak aby nie doprowadzić do destabilizacji systemu pośrednictwa finansowego a w konsekwencji i destabilizacji realnej gospodarki oraz finansów publicznych. Taka sytuacja rodziła pokusę nadużycia po stronie instytucji finansowych, gdyż powstawała korzystna dla nich asymetria zysków i strat, w przypadku prowadzenia ryzykownych aktywności. Duże, katastroficzne straty ponoszone

<sup>220</sup> Ustawa z 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz.U. nr 157, poz. 1119, ze zm.

<sup>221</sup> Komisja Nadzoru Finansowego. Pięć lat działalności." Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2011. Odpowiednikiem tej kwoty dla Polski byłoby 4,7 mld zł pomocy publicznej. W Polsce nie wystąpiła konieczność wsparcia instytucji finałowych w tym okresie.

<sup>222</sup> DG Competition's review of guarantee and recapitalisation schemes in the financial sector in the current crisis." Komisja Europejska, 7.09.2009.

były finalnie na koszt podatników (poprzez zaangażowanie środków publicznych) a nie właściciele bądź wierzyciele tych instytucji.<sup>223</sup>

W efekcie w 2014 r. w krajach Unii Europejskiej zdecydowano o utworzeniu instrumentów przymusowej restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji na mocy Dyrektywy BRR.<sup>224</sup> W Polsce przepisy te zostały wdrożone ustawą z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji. Organem je realizującym jest Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Przeprowadzenie procedury wymaga opinii Komisji Nadzoru Finansowego, konsultacji z UOKiK oraz informacji do NBP, Ministerstwa Finansów, Przewodniczącego KSF, ESRB, KE, EBC, EUNB, operatorów systemów i KDPW.

Zgodnie z motywem 45 Dyrektywy BRR zagrożony podmiot powinien być co do zasady poddany standardowej procedurze likwidacyjnej lub upadłościowej, jednak w przypadku gdy zagrożona jest stabilność finansowa w kraju, kontynuacja funkcji krytycznych lub bezpieczeństwo środków deponentów, w interesie publicznym może być poddanie go przymusowej restrukturyzacji. Zgodnie z Rozporządzeniem Delegowanym Komisji (UE) 2016/1075 organy przymusowej restrukturyzacji powinny dokonać tej oceny w oparciu o przesłankę interesu publicznego<sup>225</sup>, między innymi kierując się wpływem upadłości na funkcjonowanie rynku finansowego i zaufanie do rynku, potencjalnym wzrostem rynkowych kosztów finansowania lub ograniczeniem możliwości finansowania stwarzającym zagrożenie dla stabilności finansowej bądź pośrednie lub bezpośrednie „zarażenie” innych podmiotów, a także brać pod uwagę możliwe ograniczenie zaangażowania funduszy publicznych oraz wpływ tej operacji na realną gospodarkę.

Co istotne w przypadku uruchomienia procedury przymusowej restrukturyzacji mogą mieć zastosowanie takie działania jak umorzenie kapitałów własnych (w pierwszej kolejności) i dotychczasowych zobowiązań oraz przejęcie podmiotu (w tym po wycenie zerowej). Tak więc odbywa się ona w szczególności kosztem dotychczasowych właścicieli i wierzycieli, w przeciwieństwie do wcześniej stosowanych programów wsparcia. Przykładem przeprowadzonej przymusowej restrukturyzacji jest decyzja BFG z 31 grudnia 2020 r. odnośnie do Idea Banku S.A. Restrukturyzacja ta odbyła się w formule przejęcia Idea Banku przez inny bank – Pekao S.A.<sup>226</sup>

Innym zadaniem Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, do którego BFG został pierwotnie powołany, jest rola instytucji gwarancyjnej dla depozytów bankowych.<sup>227</sup>

<sup>223</sup> S.Kluza, The financial crisis of 2008–2009: the financial supervision perspective. *The Poznan University of Economics Review* 2011, 11(1), 23.

<sup>224</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych; tzw. Dyrektywa BRR.

<sup>225</sup> Patrz również art. 101 ust. 7 Ustawy z 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji.

<sup>226</sup> Zob. NBP (2021), op. cit.

<sup>227</sup> Ustawa z 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji.

Stanowi ona także element sieci bezpieczeństwa finansowego, mając na celu oprócz pokrycia roszczeń określonych grup klientów w przypadku upadłości banku, również oddziaływanie na stabilność finansową poprzez zapobieganie wycofywania środków przez klientów na skutek zaniepokojenia sytuacją finansową jednego lub więcej banków, co przy wzmożonej skali braku zaufania, biorąc pod uwagę strukturę terminową aktywów i pasywów bankowych, zawsze doprowadzi do utraty płynności przez dany bank oraz może wywołać ogólnosektorową panikę. W konsekwencji system gwarantowania depozytów służy ochronie stabilności finansowej, a jego załamanie wywołuje głębokie konsekwencje makroekonomiczne bądź potrzebę znaczących interwencji ze środków publicznych.

Należy zauważyć, iż systemy gwarancji depozytów posiadają silne pozytywne oddziaływanie psychologiczne na klientów detalicznych banków, jednak w praktyce ich zdolności finansowe są ograniczone do wsparcia pojedynczego średniej wielkości banku. Stąd też wprowadzone zostały wyżej opisane systemy przymusowej restrukturyzacji.

Zgodnie z regulacjami unijnymi<sup>228</sup> minimalna wielkość funduszu gwarancyjnego to 0,8% środków gwarantowanych w bankach dla poszczególnych krajów Europejskiego Obszaru Gospodarczego. Cel ten ma być spełniony do lipca 2024 r. Aktualnie wypełnia go 18 z 34 państw EOG.<sup>229</sup>

W Polsce na koniec 2020 r. zasoby funduszu gwarancyjnego w BFG wynosiły 1,8% środków gwarantowanych w bankach. Poziom docelowy na lipiec 2030 r. określony jest na poziomie 2,6% tych środków.<sup>230</sup>

## 4. Źródła i symptomy niestabilności finansowej

### 4.1. Podstawowe źródła występowania niestabilności finansowej

Na stabilność finansową sektora finansowego może wpływać, i w efekcie ją zakłócać, szereg czynników zarówno o charakterze endogenicznym jak i egzogenicznym. Typowe źródła powodujące te nieefektywności są związane z:

- niewłaściwym zarządzaniem ryzykiem kredytowym i jego wyceną – nieefektywności występują w przypadku finansowania sektora przedsiębiorstw (w szczególności problem *adverse selection* oraz *zombie companies*), jak i gospodarstw domowych (najczęstsze przykłady to finansowanie nieruchomości w trakcie bańki cenowej na tym rynku lub stosowanie

<sup>228</sup> Deposits Guarantee Schemes Directive (DGSD) z 2014 r.

<sup>229</sup> EBA updates data on Deposit Guarantee Schemes across the EEA." European Banking Authority, 10 May 2021. materiał na stronie: <https://www.eba.europa.eu/eba-updates-data-deposit-guarantee-schemes-across-eea>; dostęp 30.06.2021

<sup>230</sup> Komunikat: Łączna kwota składek banków na BFG w 2021 r. będzie o 30 proc. niższa niż w 2020 r.". Bankowy Fundusz Gwarancyjny 2021.

instrumentów hipotecznych walutowych niedopasowanych do źródeł ich spłaty i zabezpieczeń)<sup>231</sup>,

- niewłaściwym zarządzaniem ryzykiem walutowym i jego wyceną – przykładowo powiązanie nadmiernego ryzyka walutowego z aktywnością kredytową było przyczyną kryzysu z lat 1997–1998,
- znaczącą ekspozycją na instrumenty pochodne (zazwyczaj powiązane z ryzykiem walutowym),
- niedopasowaniem aktywów i pasywów bądź nadmiernym wzrostem zadłużenia lub dźwigni finansowej poszczególnych podmiotów,
- nadmierną koncentracją ekspozycji podmiotową lub branżową oraz za wysoką skalą powiązań między podmiotami systemu finansowego,
- istotnymi powiązaniem pomiędzy sektorem rządowym a bankami (tzw. *sovereign-bank nexus*).

W kontekście bezpośredniego związku pomiędzy finansami publicznymi i stabilnością finansową szczególnie warto rozwinąć kwestię *sovereign-bank nexus*. Powiązania między sektorem bankowym a rządem / sektorem publicznym mają miejsce poprzez trzy podstawowe kanały:

- banki są posiadaczami znaczących ilości dłużnych instrumentów rządowych (czyli są wierzycielami rządów) – tzw. *sovereign-exposure channel*
- banki (ich zobowiązania) są chronione rządowymi mechanizmami gwarancyjnymi – tzw. *safety net channel*
- kondycja finansowa zarówno banków jak i sektora rządowego zarówno zależy od jak i ma wpływ na kondycję całej gospodarki – tzw. *macroeconomic channel*.

Dodatkowym, czwartym powiązaniem może być bezpośredni akcjonariat Skarbu Państwa w wybranych bankach. Zarazem występują wzajemne interakcje pomiędzy tymi kanałami. W efekcie niestabilności i nieefektywności w jednym z tych sektorów wywołują i zwiększają nieefektywności w drugim, tworząc negatywne efekty mnożnikowe (tzw. *adverse feedback loops*). Stabilność każdego z nich wymaga więc stabilności drugiego. Aby ograniczać to ryzyko po stronie banków, przede wszystkim potrzebne są odpowiednio zwiększone wymogi kapitałowe i wagi ryzyka, a po stronie rządowej odpowiednia dyscyplina fiskalna oraz wprowadzenie instrumentów przymusowej restrukturyzacji, opisane we wcześniejszej części tego rozdziału. Istotne jest też zmniejszanie skali bezpośredniej zależności (szczególnie pkt a) powyżej) pomiędzy tymi oboma sektorami. Szerokie omówienie tematyki *sovereign-bank nexus* zawiera np. Dell'Aricecia et al, 2018.<sup>232</sup>

Wyszczególnione powyżej źródła niestabilności są zazwyczaj wewnętrzne, będąc efektem niewłaściwie prowadzonego zarządzania ryzykiem lub płynnością w danym

<sup>231</sup> Przykładowo w Polsce zdaniem przedstawicieli banku centralnego ryzyko prawne portfela kredytów hipotecznych w walutach obcych stanowi główne zagrożenie dla stabilności systemu finansowego (NBP, 2021)

<sup>232</sup> M. G. Dell'Aricecia, C.Ferreira, N. Jenkinson, M. L., Laeven, A.Martin, M. C Minoiu, A. Popov, Managing the sovereign-bank nexus. European Central Bank, *Working Paper Series No 2177*, wrzesień 2018.

obszarze. Czasem jednak ich źródła są zewnętrzne, czyli na skutek szoku w realnej gospodarce skala jego pośredniego oddziaływania na sektor finansowy spowoduje, iż nie jest on w stanie zaakomodować tych szoków przy historycznie racjonalnym poziomie zarządzania ryzykiem w danym obszarze (np. kryzys walutowy, który nie był wywołany wcześniejszymi działaniami sektora finansowego a np. polityką banku centralnego).

Czynniki o charakterze zewnętrznym to głównie jednak zdarzenia niezwiązane bezpośrednio z instrumentami i rynkami finansowymi. Ich skala oddziaływania może mieć charakter zdarzeń katastroficznych, stąd ich konsekwencją jest również zakłócenie stabilności finansowej. Warto jednak zwrócić uwagę, iż nie ma pełnego rozróżnienia na czynniki zewnętrzne i wewnętrzne – zazwyczaj zjawiska te posiadają częściowo cechy jednych i drugich czynników.

Do zdarzeń zewnętrznych można zaliczyć np. konflikty zbrojne, szoki na rynku surowców, zdarzenia środowiskowe i zdrowotne (zmiany klimatyczne, pandemie). Do zjawisk tych zalicza się również zagrożenia dla odporności infrastruktury finansowej. Spośród wymienionych zagadnień na uwagę zasługują ostatnie trzy ze względu na ich rosnące znaczenie w XXI wieku w porównaniu z wcześniejszym stuleciem. Kwestie związane z zagrożeniami o charakterze zdrowotnym zostały szerzej omówione poniżej, w części poświęconej działaniom w latach 2020–2021 związanych z pandemią koronawirusa SARS Cov-2. W tym miejscu pokrótce zostanie przedstawiona specyfika ryzyk dotyczących zmian klimatycznych i infrastruktury technicznej rynków finansowych.

Ryzyka klimatyczne dotyczą zarówno rynków finansowych i banków, jak i przedsiębiorstw niefinansowych oraz sektora publicznego. Instytucje finansowe muszą zarządzać swoją ekspozycją po pierwsze z perspektywy ryzyk (głównie kredytowych / biznesowych) związanych z koniecznością migracji sektora przedsiębiorstw do gospodarki niskoemisyjnej, a po drugie z perspektywy ryzyk fizycznych związanych z narastającymi ekstremalnymi zdarzeniami pogodowymi i środowiskowymi lub bardziej trwałymi niekorzystnymi zmianami klimatu. Analizy EBC wskazują, że takie ryzyka wydają się być szczególnie skoncentrowane w wybranych sektorach, regionach geograficznych i poszczególnych bankach, nasilając związane z tym konsekwencje dla stabilności finansowej.<sup>233</sup> W kontekście tych pierwszych ryzyk warto zauważyć, iż w lutym 2021 r. Komisja Europejska ogłosiła, że podnosi swój cel redukcji emisji netto gazów cieplarnianych na 2030r. z 40% do minimum 55% w porównaniu z ich emisją w 1990 r. W powiązaniu z tym ceny zezwoleń na emisję dwutlenku węgla w ramach Europejskiego Systemu Handlu Emisjami (ETS) znacząco wzrosły. O ile przykładowo w 2020 r. ceny te pozostawały stabilne i wynosiły ok. 25 EUR za tonę (odnotowując wzrost dopiero w grudniu 2020 r. do 32 EUR za tonę), to na koniec czerwca 2021 r. cena zezwoleń emisyjnych sięgnęła 56 EUR za tonę. To pokazuje, jak duży może być wzrost kosztów działania dla podmiotów bezpośrednio związanych z pozwoleniami na emisję gazów cieplarnianych. Ponadto sektor finansowy jest narażony też na ryzyko transformacji energetycznej w całym łańcuchu

<sup>233</sup> Financial Stability Review, European Central Bank, maj 2021; Supplement B.

wartości tych branż, nie licząc dodatkowych powiązań pośrednich i efektów mnożnikowych.

Na koniec 2020 r. spośród 4 bilionów EUR kredytów w strefie euro dla podmiotów powiązanych w łańcuchu wartości 25% stanowiły ekspozycje dla sektorów górniczych, wytwórczych (produkcyjnych) i energetycznych bezpośrednio dotkniętych kosztami transformacji klimatycznej (i odpowiedzialnymi za ponad 70% emisji gazów cieplarnianych podmiotów niefinansowych). Łączna ekspozycja banków na ten obszar przekracza 1/3 ich wszystkich należności wobec instytucji niefinansowych. Zarazem niebankowe instytucje finansowe na koniec 2019 r. posiadały 30% swoich portfeli ulokowane w papierach wartościowych instytucji niefinansowych o wysokiej emisji gazów cieplarnianych – w przypadku funduszy inwestycyjnych to ok. 1,3 bln EUR w przypadku towarzystw ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych to 0,3 biliona euro.<sup>234</sup>

Natomiast straty gospodarcze spowodowane ekstremalnymi zdarzeniami klimatycznymi wyniosły 1% PKB w strefie euro w 2019 r. Bez podjęcia działań zaradczych szacuje się, że koszty te z czasem wzrosną. Zagrożenia fizyczne wynikające ze zmian klimatu mogą mieć trwały wpływ na PKB, ponieważ mogą powodować długoterminową utratę produkcji i w efekcie przekierowywać kapitał pierwotnie przeznaczony na inwestycje rozwojowe w kierunku odbudowy utraconych mocy. Około 30% ekspozycji kredytowych systemu bankowego strefy euro wobec podmiotów niefinansowych dotyczy firm narażonych na wysokie lub rosnące ryzyko z powodu co najmniej jednego fizycznego czynnika ryzyka spowodowanego zmianami klimatu.

Warto też zauważyć, iż występuje istotna koncentracja tego ryzyka po stronie sektora bankowego. Ponad 70% ekspozycji kredytowych systemu bankowego wobec firm wysokiego ryzyka z perspektywy czynników klimatycznych jest w posiadaniu jedynie 25 banków. Potencjalna koncentracja fizycznych zagrożeń związanych z klimatem wśród kilku bardziej wrażliwych banków może mieć istotny wpływ na stabilność finansową sektora.<sup>235</sup>

Druga grupa zagadnień o rosnącym wpływie na niestabilność finansową dotyczy zagrożeń dla infrastruktury finansowej oraz ciągłości działania instytucji finansowych. Oznacza to w szczególności funkcjonowanie systemów płatności i schematów płatniczych, systemów rozrachunku i rozliczeń papierów wartościowych, a także ogólną zdolność do prowadzenia operacji (np. księgowania) przez dany podmiot na rzecz klientów. Historycznie były to czynniki ryzyka klasyfikowane jako wewnętrzne, głównie zależące od sprawności wdrożonych systemów. Natomiast w XXI w. powstałe tu ryzyka wynikają zazwyczaj z przyczyn zewnętrznych czyli cyberataków. Skala tego zagrożenia systematycznie rośnie, choć jak dotąd nie nastąpił cyberatak na instytucje finansowe, który miałby skutki ogólnosystemowe. Jak podaje Europejski Bank Centralny najczęstsze rodzaje incydentów cybernetycznych w bankach dotyczyły w 2020 r. zakłócenia / przerwy w działaniu instytucji (22%) oraz nieuprawnionego dostępu do systemów (15%).

<sup>234</sup> Ibidem.

<sup>235</sup> Ibidem.



Inną klasą potencjalnego zagrożenia dla stabilności finansowej od strony gospodarki cyfrowej są cyber-aktywa. Komisja Europejska planuje wprowadzić w 2021 r. regulacje zabezpieczające przed negatywnym wpływem transmisji zakłóceń na tych rynkach / platformach na politykę pieniężną, stabilność finansową i funkcjonowanie systemów płatniczych. Planowane jest tzw. MiCa Regulation (rozporządzenie UE w sprawie rynków krypto-aktywów), podporządkowujące emitentów i dostawców tych usług (np. kryptowalut) do wymagań autoryzacyjnych, ostrożnościowych i nadzorczych typowych dla podmiotów finansowych.

Podsumowując rozważania na temat źródeł niestabilności finansowej należy zauważyć, iż zakłócenia te na skutek efektu zarażania bez właściwej interwencji publicznej osiągają skalę, która szybko może zdestabilizować cały sektor finansowy i w konsekwencji finanse publiczne oraz realną sferę gospodarki. Utrzymywanie stabilności finansowej jest więc nieodłącznym elementem polityk publicznych i rozwiązań instytucjonalnych w gospodarce rynkowej.

#### 4.2. Oznaki zagrożenia stabilności finansowej

Zanim wystąpi niestabilność finansowa można zidentyfikować szereg symptomów, po których można ocenić, czy sektor finansowy może zmierzać do destabilizacji. Szybka identyfikacja zagrożeń jest tu niezwykle istotna, gdyż umożliwia podjęcie zaradczych interwencji instytucjonalnych, zanim koszty powstałej nierównowagi lub jej eliminacji okażą się bardzo wysokie. Spóźnione działania regulacyjne bądź pomocowe władz publicznych pokazały, iż skutki okresów niestabilności finansowej mogą przekraczać 10% rocznego PKB.<sup>236</sup> Poniżej przedstawione są zjawiska gospodarcze i wskaźniki, które stanowią oznaki zwiększonego ryzyka wystąpienia niestabilności finansowej w krótkim horyzoncie czasu w podziale na poszczególne rynki.

Rynki finansowe:

- Presja na wzrost nominalnych stop procentowych (wyrażona wysoką różnicą między stopą zysku netto na akcję<sup>237</sup> a realnymi stopami procentowymi).
- Rosnąca dźwignia finansowa na rynkach kapitałowych i instrumentów pochodnych (w tym wzrost skali kontraktów CFD i equity swaps<sup>238</sup>).
- Rosnąca zmienność wycen akcji i instrumentów finansowych.
- Wzrost ryzyka *duration* na rynku obligacji.<sup>239</sup>

<sup>236</sup> Zob. np. IMF (1998), op. cit.

<sup>237</sup> Do porównania z realną stopą procentową stosowany jest odwrócony wskaźnik CAPE (*cyclically adjusted price/earnings ratio*).

<sup>238</sup> Contract for Difference – kontrakt finansowy, który płaci różnicę pomiędzy ceną rozliczenia dla otwarcia i zamknięcia pozycji. Equity swap – zazwyczaj instrument pochodny, w którym w zamian za zmienny koszt finansowania (np. LIBOR) strona otrzyma zwroty z wcześniej uzgodnionego indeksu akcji w stosunku do nominalnej kwoty kontraktu.

<sup>239</sup> Oznacza hipotetyczny wzrost strat dla inwestorów w przypadku wzrostu rentowności obligacji (*yield*) o 1 bps.

- Niewielkie zróżnicowanie wyceny ryzyka kredytowego w ramach sektora prywatnego (mierzone poprzez CDS<sup>240</sup>) pomimo asymetrycznego rozkładu ryzyk między branżami; dotyczy również zróżnicowania wyceny długu rządowego między państwami.
- Silnie rosnące zróżnicowanie pomiędzy wynikami osiąganymi przez poszczególne indeksy sektorowe na rynku kapitałowym.
- Znaczące ujemne odchylenie (powyżej 0,5 odchylenia standardowego) średniego realnego zwrotu mierzonego dla wszystkich klas aktywów (akcje, obligacje rządowe, instrumenty zabezpieczone hipotecznie) od długoterminowej średniej dla tych instrumentów.

Sektor bankowy:

- Pogorszenie jakości portfela kredytowego (w szczególności wzrost udziału niespłacanych kredytów).
- Średnioterminowy trend obniżania się marży odsetkowej netto.
- Spadek popytu na nowe finansowanie ze strony klientów (w szczególności od podmiotów o inwestycyjnym profilu ryzyka).
- Rosnąca marża na ryzyko dla bankowych obligacji senioralnych (w szczególności niezabezpieczonych).
- Pojawienie się podmiotów, które bez dokapitalizowania mogą nie być w stanie wypełnić wymogów kapitałowych w krótkim horyzoncie czasu.
- Pogarszające się wyceny rynkowe banków (np. systematycznie spadający wskaźnik P/BV).

Niebankowe instytucje finansowe:

- Gwałtowny odpływ aktywów z funduszy inwestycyjnych ogółem lub znaczący przepływ środków z funduszy akcyjnych i wysokodochodowych obligacji do funduszy pieniężnych i obligacji niskiego ryzyka.
- Istotnie rosnący udział funduszy inwestycyjnych i ubezpieczycieli w całości finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw (poprzez obligacje).
- Wzrost ryzyka płynnościowego funduszy inwestycyjnych (malejące pozycje gotówki i płynnych aktywów), w tym ryzyko wymuszonej sprzedaży aktywów.
- Znaczący spadek zwrotu na kapitale w podmiotach ubezpieczeniowych.
- Systematycznie pogarszające się wskaźniki wypłacalności (*solvency*) w podmiotach ubezpieczeniowych.
- Rosnący udział w portfelu instrumentów dłużnych z pogorszonym ratingiem lub negatywną perspektywą ratingową.

Sektor rządowy:

- Rosnący udział w aktywach obligacji krajowego sektora rządowego (pogłębiający się *sovereign-bank nexus*).
- Znaczący wzrost deficytu budżetowego i w konsekwencji zadłużenia sektora publicznego (np. wskaźnik dług do PKB).

<sup>240</sup> Credit Default Swaps. Konwersja wycen CDS zazwyczaj oznacza, iż rynki finansowe nie różnicują prawidłowo kosztów ryzyka pomiędzy podmiotami o faktycznie różnym profilu ryzyka, co w konsekwencji skutkuje wzrostem ryzyka kredytowego, w tym rosnącym finansowaniem *zombie companies* i pokrewnych.

- Wzrost kosztów finansowania dla sektora rządowego (wyższa wycena ryzyka kraju).
- Niewielkie zróżnicowanie wyceny długu rządowego między państwami (mierzone poprzez CDS).
- Rosnąca materializacja zobowiązań pozabilansowych (gwarancji, poręczeń) z programów publicznych; powstanie tzw. *sovereign-corporate nexus* w przypadku silnie zadłużonych sektorów rządowych.

Podmioty niefinansowe – przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe:

- Pogarszające się wskaźniki wyprzedzające koniunktury (np. PMI).
- Silny wzrost liczby negatywnych ocen agencji ratingowych (obniżki ratingów lub nadanie negatywnej perspektywy).
- Spadek wartości dodanej brutto i zysków przedsiębiorstw.
- Spadek wskaźników płynnościowych i wzrost zadłużenia netto.
- Rosnąca liczba upadłości przedsiębiorstw.
- Szybko rosnące ceny na rynkach nieruchomości komercyjnych i/lub mieszkaniowych.
- Negatywne tendencje na rynku pracy – oczekiwania odnośnie do spadku zatrudnienia w sektorach pozarządowych i wzrostu bezrobocia.

Dodatkowy opis wybranych zagadnień przedstawiony jest np. w Dudkiewicz & Szyszko (2017), FSR (2020), FSR (2021), NBP (2021).<sup>241</sup>

## **5. Działania stabilizacyjne oraz skutki dla sektora finansów publicznych w konsekwencji utraty stabilności przez sektor finansowy na przykładzie kryzysu związanego z pandemią z 2020 r.**

W praktyce kryzysowej nie da się precyzyjnie oddzielić działań związanych z zachowaniem stabilności finansowej od innych aspektów stabilizowania gospodarki. W rzeczywistości ostatniego kryzysu związanego z pandemią koronowirusa SARS Cov-2 zapoczątkowanego w I kw. 2020 r. wygląda to tak, że łączny efekt niezależnie prowadzonych polityk: fiskalnej, pieniężnej oraz ostrożnościowej w obszarze sektora finansowego powinien łagodzić napięcia o charakterze finansowym oddziałujące na budżety gospodarstw domowych oraz kondycję finansową przedsiębiorstw (zob. również rysunki 2 i 3 poniżej). W przypadku obu tych grup mamy do czynienia ze wzrostem niepewności i ryzyka, które obniżają skłonność do podejmowania ryzyka gospodarczego i realizowania nowych inwestycji bądź ponoszenia wyższych wydatków.

<sup>241</sup> B.Dudkiewicz, M.Szyszko, Stabilność finansowa i nadzór makroostrożnościowy w działaniach banku centralnego. W: Szyszko, M., & Przybylska-Kapuścińska, W. „Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku.” Difin, Warszawa 2017; Financial Stability Review (FSR), European Central Bank, listopad 2021; FSR (2021), op. cit.; NBP (2021), op. cit.

Doświadczenia z przeszłości niejednokrotnie wykazały, że w okresie niepewności kluczowe może okazać się zabezpieczenie płynności. Również sektor bankowy dyskontuje potencjalne konsekwencje kryzysu poprzez podniesienie premii za ryzyko wprost wynikające z rozkładu prawdopodobieństwa zdolności do obsługiwania zobowiązań. Przykładowy scenariusz przebiegu kryzysu po stronie gospodarstw domowych może zacząć się od istotnego ograniczenia zakupów o charakterze konsumpcyjnym. Wyższa niepewność na rynku pracy skłania do akumulacji zasobów na trudne czasy, gdzie znaczącym kryterium jest również płynność tych aktywów. Z kolei przedsiębiorstwa w pierwszej fazie zaczynają obawiać się ryzyka wypłacalności kontrahenta a w rezultacie płynności. Nie jest to czas na podejmowanie nowych inwestycji i inicjatyw rozwojowych. Ważniejsze jest przygotowanie się na scenariusz przetrwania oraz wyczekiwania na możliwe okazje.

Rolą instytucji publicznych jest więc w tych okolicznościach:

- obniżenie ogólnego ryzyka prowadzenia działalności gospodarczej,
- stymulowanie popytu konsumpcyjnego,
- zwiększenie bezpieczeństwa zatrudnienia,
- działania na rzecz stabilności instytucji finansowych.

Powyżej wymienione zadania pokazują istotną zależność przyczynowo-skutkową pomiędzy sferą realną i sektorem finansowym. Zresztą niejednokrotnie istotna niestabilność w sektorze finansowym była przyczyną późniejszych kryzysów gospodarczych, jak również zaburzenia w gospodarce były testem dla stabilności sektora finansowego.

Mimo wspólnego celu poszczególne polityki państwa, mając odmienne narzędzia oraz zadania, dochodzą do finalnego rezultatu innymi drogami, które czasami pozornie mogą wydawać się, że stoją w sprzeczności. Przykładowo polityka pieniężna powinna łagodzić swoje nastawienie obniżając koszt pieniądza oraz zwiększając do niego dostęp. Z drugiej strony polityka ostrożnościowa powinna oczekiwać podwyższonych poziomów bezpieczeństwa od instytucji finansowych. Działania polityki pieniężnej zwiększają płynność rynku oraz zmniejszają koszt finansowania. Polityka nadzorcza podnosi przeciętny koszt prowadzenia działalności w sektorze bankowym, ale nie jest on rozłożony równomiernie. Zdecydowanie bardziej ciężar regulacyjny jest przeniesiony na podmioty o słabszym portfelu oraz większym ryzyku prowadzenia działalności. W przypadku lepszych podmiotów zdolność do rozwoju akcji kredytowej powinna być nie mniejsza, ze względu na równowagi wykreowane polityką pieniężną.

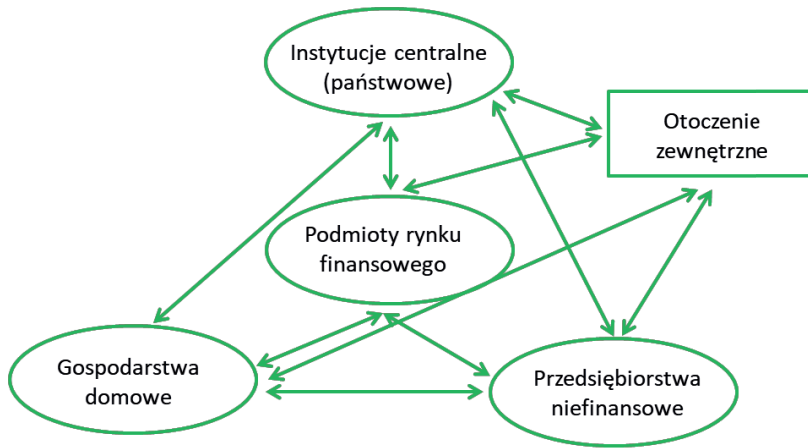
W przypadku Polski w czasie pandemii SARS Cov-2 szczególną aktywnością wykazała się polityka fiskalna oraz działania rządu poprzez dwie podległe mu instytucje: Bank Gospodarstwa Krajowego oraz Polski Fundusz Rozwoju. Jest to istotne również w kontekście stabilności finansowej, gdyż istnieją głębokie powiązania pomiędzy sektorem finansowym i politykami fiskalnymi (patrz rysunek 6.2). Z drugiej strony pogarszająca się kondycja finansów publicznych może być źródłem niestabilności w sektorze finansowym. Można wskazać pięć kluczowych kanałów przeniesienia ryzyka kredytowego państwa na koszt finansowania w gospodarce oraz stabilność w sektorze bankowym (patrz rysunek 6.3). Należy tu zwrócić uwagę na zależność, że wzrost oprocentowania długu publicznego (często wiążący się z gorszym ratingiem

państwa) przenosi się na rynki obligacji korporacyjnych. Wzrasta premia za ryzyko dla przedsiębiorstw finansowych i niefinansowych. Niepewność odnosi się zarówno do procesu wypychania finansowania dla podmiotów rynkowych jak i wyższego ryzyka możliwej upadłości.

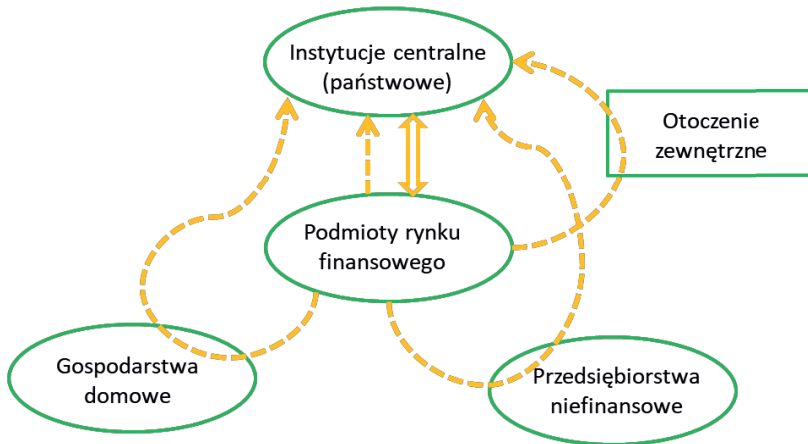
Należy zauważyć, iż w Polsce proporcjonalnie skala pomocy publicznej skierowana do gospodarki, związanej z przeciwdziałaniem skutkom pandemii koronawirusa, była nie tylko największa w historii tego typu działań interwencyjnych, ale również bardzo wysoka na tle działań innych krajów w UE. Instrumenty rządowe skupiły się z jednej strony na dopłatach do wynagrodzeń dla przedsiębiorstw i wypłatach świadczeń postojowych a z drugiej strony na wsparciu przedsiębiorstw za pomocą subwencji i pożyczek długoterminowych z gwarancjami dla podmiotów i przedsiębiorców, którzy musieli ograniczyć lub zawiesić swoją działalność, bądź napotkali na trudności płynnościowe (m.in. Tarcze Finansowe PFR, Tarcza Antykryzysowa, Tarcza Branżowa (wsparcie dla 38 branż)). Wprowadzone zostały również przesunięcia terminów płatności zobowiązań publiczno-prawnych. W 2020 r. w ramach instrumentów finansowych do przedsiębiorstw i przedsiębiorców trafiło ok. 170 mld zł. Wsparcie zostało udzielone też jednostkom samorządu terytorialnego, gdyż sektor ten na skutek kryzysu również odnotował spadek swoich dochodów, co poskutkowało zmniejszeniem realizowanych przez niego inwestycji. W tym celu utworzono Rządowy Fundusz Inwestycji Lokalnych z budżetem 12 mld zł.

Trudno precyzyjnie określić łączną skalę rządowych instrumentów wsparcia związanych z pandemią ze względu na aktywny udział w tych działaniach również BGK i PFR. Można ją wstępnie oszacować patrząc z perspektywy zmiany zadłużenia Skarbu Państwa i pokrewnego długu. W okresie od marca 2020 r. do maja 2021 r. zadłużenie Skarbu Państwa przyrosło o ok. 90 mld zł (oczywiście nie w całości ta zmiana musiała być związana z trwającym kryzysem). Dodatkowo BGK i PFR zapewniły środki na zadania publiczne poprzez emisję obligacji objętych gwarancjami Skarbu Państwa w kwocie 166,1 mld zł. Na to nałożyło się wykorzystanie innych funduszy rządowych jak Funduszu Solidarnościowego w kwocie ok. 15 mld zł (przeznaczone finalnie na dodatkowe świadczenia emerytalne i rentowe). Zgodnie z analizą wykonania budżetu państwa za 2020 r. przez Najwyższą Izbę Kontroli zadłużenie całego sektora finansów publicznych liczone wg metodologii unijnej w 2020 r. zwiększyło się o 290 mld zł (czyli o 28%). Wygenerowało to istotny impuls fiskalny, który sprawił m.in. iż:

- PKB w 2020 r. obniżyło się realnie o 2,5%; prognozy na 2021 r. zawierają się między 4,5% a 5,0% wzrostem realnego PKB,
- ogólna kondycja przedsiębiorstw nie pogorszyła się, choć jej wyraźne osłabienie nastąpiło w przypadku niewielkich firm usługowych i osób samodzielnie prowadzących działalność gospodarczą,
- nie doszło do wzrostu bezrobocia,
- utrzymała się konsumpcja gospodarstw domowych,
- pojawiła się bańka cenowa na rynku nieruchomości mieszkaniowych oraz hossa na rynku kapitałowym (jako efekt nadmiaru oszczędności połączonego z zerowymi nominalnymi stopami procentowymi i rosnącą inflacją).



- ↔ Bezpośrednie i pośrednie standardowe współzależności ekonomiczne i finansowe, w tym odnoszące się do makroekonomicznego oddziaływania instytucji publicznych:
- dochody i wydatki fiskalne,
  - kondycja finansów publicznych i zrównoważony rozwój.



- ⇔ Bezpośrednia interakcja między rządem (na wszystkich szczeblach, w tym systemem zabezpieczenia społecznego) oraz sektorem finansowym (z wyłączeniem banku centralnego):
- rząd jako uczestnik rynków finansowych (kredytobiorca i inwestor);
  - rząd oddziałujący poprzez system podatkowy i wydatki (ulgi i zachęty);
  - interwencje rządowe w systemie finansowym oraz jako właściciel instytucji finansowych.
- Sprzężenia zwrotne między sektorem rządowym i systemem finansowym poprzez wpływ kondycji sektora finansowego na finanse publiczne – bezpośrednio i pośrednio za pośrednictwem różnych sektorów gospodarki realnej oraz zdarzeń międzynarodowych, w tym uwzględniając efekty „zakazania” oraz inne skutki uboczne.

Rysunek 6.2. Powiązania pomiędzy sektorem finansowym, polityką fiskalną oraz sektorami gospodarki

Źródło: opracowanie własne w oparciu o FSR (2010).

<p>1. Efekt wypychania (<i>crowding-out</i>): wzrost potrzeb finansowych rządu oznacza mniejszą dostępność finansowania dla przedsiębiorstw.</p>	<p>2. Rosnący dług publiczny implikuje wzrost inflacji i/lub oczekiwań inflacyjnych. Skutkuje to rosnącą premią za ryzyko w sektorze finansowym, co oznacza wyższy koszt kredytu.</p>
<p>3. Obligacje rządowe, uznawane przez rynek za najbezpieczniejsze, wyznaczają tzw. stopę procentową wolną od ryzyka (<i>risk free</i>). Oznacza to, że obligacje korporacyjne i inne instrumenty oparte na stopie procentowej modelowo powinny generować wyższe rentowności.</p>	<p>4. Instytucje finansowe zazwyczaj są największymi posiadaczami długu publicznego w krajach, gdzie operują. Spadek wartości papierów rządowych, to pogorszenie wyceny portfeli i papierów dostępnych do sprzedaży.</p>
<p>5. Ryzyko pogorszenia ratingów kredytowych dla państwa oznacza analogiczne zagrożenie w koszcie finansowania dla sfery realnej.</p>	

Rysunek 6.3. Wpływ kondycji finansów publicznych na stabilność sektora finansowego – wybrane powiązania

Źródło: opracowanie własne w oparciu o FSR (2010).

Należy zarazem zauważyć, iż oprócz pozytywnych działań stabilizacyjnych w krótkim okresie taka skala zastosowania instrumentów polityk fiskalnych generuje szereg ryzyk dla stabilności finansowej i realnej gospodarki w średnim i długim horyzoncie czasu. Dwa z tych zagadnień tzw. *zombie companies* oraz *cliff-edge effects* są pokrótce omówione w dalszej części rozdziału.

Instrumenty zastosowane po stronie władz monetarnych były bardziej skromne. Podstawowym działaniem Narodowego Banku Polskiego było obniżenie stopy referencyjnej z poziomu 1,50% w lutym 2020 r. do 1,00% w marcu, 0,50% w kwietniu i 0,10% na koniec maja 2020 r. Wprowadzony został również Program Skupu Aktywów od banków mający na celu poprawę płynności banków poprzez skup posiadanych przez nie obligacji Skarbu Państwa i gwarantowanych przez Skarb Państwa. Do marca 2021 r. w ramach tego programu zostały skupione papiery na kwotę ok. 110 mld zł, czyli blisko 5% PKB. Jak zauważa w swoim raporcie NBP główne zagrożenie dla stabilności systemu finansowego stanowi ryzyko prawne portfela kredytów hipotecznych w walutach obcych, czyli niezwiązane z obecnym kryzysem.<sup>242</sup>

<sup>242</sup> Zob. NBP (2021), op. cit.



Z przeprowadzonych działań największe wątpliwości budzi wyjątkowo łagodna polityka monetarna. Silnie obniżone stopy procentowe nie tylko nie wychłodziły presji inflacyjnej sprzed pandemii, ale poprzez stworzenie rekordowo niskich realnych stóp procentowych (ok. 3%-4% w zależności od miesiąca) wpłynęły też negatywnie na skłonność do trzymania depozytów w sektorze bankowym oraz zwiększyły oczekiwania inflacyjne w 2021 r. Krótkookresowy efekt psychologiczny związany z tak głębokimi obniżkami stopy referencyjnej nie miał więc średnio i długoterminowego uzasadnienia.

Zarazem podwyższona inflacja CPI (4,7% w maju 2021 r.) i PPI (6,5% w maju 2021 r.) przy silnie ujemnych realnych stopach procentowych, wygenerowała presję inflacyjną także po stronie podażowej gospodarki oraz pomimo spowolnienia gospodarczego w 2020 r. utrzymała oczekiwania wzrostu płac, przekierowała oszczędności gospodarstw domowych na zwiększoną konsumpcję oraz w połączeniu z wyżej opisanymi pakietami pomocy rządowej skłoniła do realokacji części środków w aktywa o wyższym profilu ryzyka (np. akcje przedsiębiorstw, kruszce, nieruchomości), które potencjalnie lepiej zabezpieczają przed utratą wartości pieniądza w czasie. Powstałe tak duże niedopasowania mogą być w przyszłości źródłem niestabilności gospodarczej i sektora finansowego w Polsce, czego przykładem już teraz jest bańka cenowa na rynku nieruchomości mieszkaniowych oraz wysoka inflacja dla materiałów budowlanych. Tworzy się też znacząca ekspozycja na ryzyko stopy procentowej w sektorze przedsiębiorstw.

Po stronie nadzorów makro- i mikro-ostrożnościowych praktycznie nie nastąpiły działania dedykowane przeciwdziałaniu kryzysowi wywołanemu pandemią. Co prawda formułowane są zalecenia odnośnie do ograniczenia bądź wstrzymania wypłat dywidendy przez banki oraz prowadzenia ostrożnej polityki kapitałowej, ale jest to przede wszystkim skutek ryzyk, jakie dla banków generuje problem walutowych kredytów hipotecznych a nie pandemia. Ewentualnych działań nadzorów można się jednak spodziewać w momencie wycofywania instrumentów polityk rządowych, tak aby działanie to nie zakłóciło stabilności finansowej. Po stronie BFG przeprowadzona została uporządkowana likwidacja jednego z banków opisana we wcześniejszej części tego rozdziału.

Z realizowanymi politykami publicznymi mogą wiązać się określone ryzyka. Poniżej pokrótce przedstawione zostaną dwa z nich czyli finansowanie podmiotów bez zdolności kredytowej (*zombie companies*) oraz efekty uboczne, związane z zakończeniem działania instrumentów wsparcia (*cliff-edge effects*).

W ramach działań publicznych restrukturyzacja zadłużenia lub kapitału dla firm o wysokiej dźwigni finansowej ale strukturalnie rentownych może być szczególnie użytecznym sposobem zarządzania skutkami ubocznymi związanymi z zachwianiem stabilności finansowej i ograniczaniem standardowego dostępu do finansowania zewnętrznego. Przykładem takich działań w ostatnim kryzysie były np. zaakceptowane przez Komisję Europejską w ramach State Aid Temporary Framework programy quasi kapitałowego wsparcia przedsiębiorstw bądź częściowe konwersje gwarantowanych pożyczek na dotacje bezpośrednie (pełen wykaz instrumentów pomocowych zawarty jest w KE (2021))<sup>243</sup>.

<sup>243</sup> Coronavirus Outbreak – List of Member State Measures approved under Articles 107(2) b, 107(3)b and 107(3)c TFEU and under the State Aid Temporary Framework.” Komisja Europejska, lipiec 2021.

Tego typu rozwiązania są również korzystne w przypadku banków, gdyż zdejmują z nich konieczność delewarowania, które mogłoby negatywnie wpłynąć na ożywienie gospodarcze poprzez procykliczne wzmocnienie restrykcyjności bankowych polityk kredytowych. Ryzyko kredytowe, które zmaterializuje się w przedsiębiorstwach z powodu pandemii nie wpłynie wówczas negatywnie na buforę kapitałową banków. Działania publiczne mające na celu wsparcie finansowe przedsiębiorstw generują jednak bardzo wysokie ryzyko przekierowania pomocy także do podmiotów, które w normalnych warunkach nie kwalifikowałyby się do uzyskania finansowania lub jego koszt byłby dla tych podmiotów znacząco wyższy czyli tzw. *zombie companies*.<sup>244</sup> Odsetek tego typu firm rośnie zazwyczaj w bezpośrednim następstwie kryzysów finansowych. W krajach strefy euro w pierwszym 10-leciu XXI w. wynosił on ok. 2%, po kryzysie finansowym z 2008 r. wzrósł do 6% i do 2019 r. zdołał się obniżyć do 3,4%. Wstępne analizy ECB wskazują, iż udział tych podmiotów ponownie istotnie przyrasta na skutek kryzysu wywołanego pandemią.<sup>245</sup>

Oznacza to, że banki, państwa i inwestorzy stają się narażeni na znaczące ryzyko kredytowe w perspektywie średnioterminowej, jeśli rentowność tych firm nie zostanie odbudowana, co jest bardzo prawdopodobne. Taki scenariusz dodatkowo wzmacniają nieoczekiwane niekorzystne szoki makroekonomiczne, słabość ożywienia gospodarczego lub niezrównoważony proces wycofywania wsparcia w ramach polityk publicznych (tzw. *cliff-edge effects*, opisane poniżej). Istotna skala *zombie companies* może skutkować silnym wzrostem strat kredytowych, zwiększając presję na bilanse instytucji finansowych, a tym samym potencjalnie zagrażając stabilności systemu finansowego. Ponadto istnienie szerokiej grupy nadmiernie zadłużonych przedsiębiorstw może hamować wzrost gospodarczy, ponieważ nawis zadłużenia będzie wpływać na inwestycje i zatrudnienie w innych firmach.

Drugim istotnym uwarunkowaniem polityk publicznych jest kwestia strategii wycofywania się przez władze ze stosowanych instrumentów, tak aby nie wywołać tym działaniem negatywnych szoków dla realnej gospodarki i sektora finansowego (tzw. *cliff-edge effects*). W praktyce oznacza to wyważenie pomiędzy średnioterminowym ryzykiem (szczególnie fiskalnym) dalszego utrzymywania określonych instrumentów wsparcia, a krótkoterminowym ryzykiem (wpływ głównie na kondycję finansową przedsiębiorstw i stabilność finansową) wynikającym z zakończenia tych polityk, szczególnie jeśli dotyczyły one różnych wzajemnie powiązanych działań np. fiskalnych, monetarnych i ostrożnościowych, jak w przypadku obecnego kryzysu wywołanego

<sup>244</sup> Więcej nt. charakterystyki *zombie companies* zob. M.A., McGowan, D. Andrews, V. Millot, V. The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries, *Economic Policy*, Vol. 33 2018, Issue 96, s. 685–736 oraz S.Nurmi, J. Vanhala, M. Virén, M. The life and death of zombies – evidence from government subsidies to firms. *Research Discussion Paper*, Bank of Finland, No 8/2020.

<sup>245</sup> Financial Stability Review, European Central Bank, maj 2021; Supplement A. Alternatywne, wyższe oszacowania liczby *zombie companies* przedstawiają natomiast V.V. Acharya, T.Eisert, C. Eufinger, C. Hirsch, Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy, *The Review of Financial Studies* 2019, Vol. 32, Issue 9, s. 3366–3411 oraz R.N. Banerjee, B.Hofmann, Corporate zombies: Anatomy and life cycle”, Bank for International Settlements, *BIS Working Paper* 2020, No 882.

pandemią. Należy zauważyć, iż długotrwałe podtrzymywanie polityk wsparcia oprócz napięć budżetowych może prowadzić także do niewłaściwej alokacji kapitału i podtrzymywania nierentownych firm, co wpływa niekorzystnie na długoterminowe perspektywy wzrostu gospodarki i stabilność finansową.

Zazwyczaj w pierwszej kolejności kończone są programy zawieszenia obsługi kredytów (tzw. moratoria) czy odroczenia terminów płatności podatków, które z definicji mają charakter instrumentów o czasie trwania do 1 roku. Przy czym korzystający z tych form pomocy mają zazwyczaj czas na zastąpienie ich programami wsparcia o dłuższym horyzoncie trwania (np. kredyty pomocowe, subsydia, gwarancje), więc zakończenie ich nie powoduje silnych negatywnych efektów.

Nagłe zakończenie pozostałych programów może natomiast doprowadzić do efektu klifu, niekorzystnie oddziałując na dochody gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, wywołując przy tym negatywny efekt domina dla aktywności gospodarczej już w 2022 r. W przypadku gospodarstw domowych istotny wpływ na efekt klifu może mieć też zakończenie programów skróconych czasów pracy i dopłat do wynagrodzeń, które podtrzymywały poziom zatrudnienia w gospodarce. Jednoczesne zakończenie polityk rządowych może wywołać długotrwałe przesunięcie w dół ścieżki ożywienia. ECB szacuje wpływ takiego działania jako 2% ubytek PKB w przypadku pięciu największych krajów strefy euro.<sup>246</sup>

Od strony procesów pieniężnych warto zauważyć, iż wprowadzone obniżki stóp procentowych oznaczają rekordowo niskie koszty obsługi zadłużenia dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Ewentualne trwałe spowolnienie gospodarcze i wynikający z niego wzrost bezrobocia wpłynie negatywnie na zdolność gospodarstw domowych do spłaty zadłużenia generując efekty klifu po stronie sektora finansowego. Zarazem warto zauważyć, iż kraje o wysokim zadłużeniu wykazują wyższe oczekiwania odnośnie do przyszłego bezrobocia, co czyni je bardziej podatnymi na ewentualne efekty klifu po zakończeniu programów wsparcia.

Patrząc z perspektywy banków i sektora finansowego widać, iż zmniejszanie instrumentów wsparcia dla gospodarki realnej wpłynie negatywnie na ich bilanse i adekwatność kapitałową. Ponieważ też duża część portfeli kredytowych banków strefy euro podlega obecnie moratoriom lub gwarancjom publicznym, nawet stopniowe wycofywanie tych programów może mieć negatywny wpływ na ryzyko kredytowe i zdolność banków do udzielania nowych kredytów podmiotom gospodarki realnej. Oprócz ograniczenia programów skróconego czasu pracy, dotacji bezpośrednich i wsparcia podatkowego, stopniowe wycofywanie moratoriów oraz ewentualne odpisy na aktywach na skutek znowelizowanych przepisów przejściowych dotyczących MSSF nr 9 najbardziej wpłyną na obniżenie miar adekwatności kapitałowej banków, w tym współczynnika kapitału Tier 1. Tak więc przedstawione w tym rozdziale efekty klifu mają kluczowe znaczenie dla przyszłych decyzji organów nadzorów ostrożnościowych, w szczególności w kontekście wzmocnienia buforów kapitałowych banków.

<sup>246</sup> FSR (2020), op. cit.

## Podsumowanie

Zapewnienie stabilności finansowej jest niezbędne dla sprawnego funkcjonowania gospodarki rynkowej. Jako czyste dobro publiczne powinna być ona dostarczana poprzez sektor publiczny, który zarówno powinien zbudować odpowiednie ramy instytucjonalne umożliwiające w szczególności realizację funkcji makroostrożnościowych i mikroostrożnościowych, mających na celu zapobieganie zjawiskom kryzysowym w systemie finansowym, jak i odpowiednio koordynować swoje polityki i interwencje fiskalne oraz monetarne, tak aby pośrednio nie zakłócać stabilności finansowej w gospodarce. W praktyce w trakcie działań antykryzysowych nie da się oddzielić skutków posunięć związanych z zachowaniem stabilności finansowej od innych aspektów stabilizowania gospodarki, stąd potrzebna jest koordynacja tych wzajemnie przeplatających się polityk.

Należy zauważyć, że skutki niestabilności finansowej, wywołanej zarówno przez czynniki endogeniczne dla sektora finansowego, jak i czynniki zewnętrzne, w tym następstwa innych polityk publicznych (np. kosztownych programów wsparcia przedsiębiorstw w kryzysie), mogą wywołać bardzo poważne perturbacje dla realnej gospodarki. Niestabilność sektora finansowego może sprawić, iż np. banki będą niechętnie finansować nawet rentowne projekty, ceny aktywów zaczną odbiegać od swych fundamentalnych wycen, a systemy płatności i rozliczeń nie będą działały terminowo. Dalsze zaś pogłębienie niestabilności finansowej może spowodować panikę bankową (*run*), silne ograniczenie finansowania zewnętrznego dla podmiotów gospodarczych, załamanie rynków giełdowych i hiperinflację. W efekcie zachwieje się cały system gospodarczy i gwałtownie spadną dochody gospodarstw domowych oraz wzrośnie bezrobocie. Wystąpią też istotne napięcia fiskalne w sektorze finansów publicznych. Jak pokazują historyczne przykłady, koszty odbudowy stabilności finansowej potrafią przekroczyć 10% rocznego PKB.

Co istotne specyfika rynków finansowych jest taka, iż powyższy scenariusz może zostać uruchomiony nawet na skutek problemów pojedynczej instytucji finansowej. Brak odpowiednich działań zaradczych przez władze publiczne może wówczas poskutkować ogólnym spadkiem zaufania do sektora finansowego i poprzez efekt zarażania (*contagion*) szybko rozprzestrzeniać się na pozostałe podmioty. Stąd tak istotny jest stały nadzór nad zachowaniem stabilności finansowej w gospodarce.