

Pastor, Kamil

**Working Paper**

## The influence of financial markets on economic growth

Institute of Economic Research Working Papers, No. 12/2016

**Provided in Cooperation with:**

Institute of Economic Research (IER), Toruń (Poland)

*Suggested Citation:* Pastor, Kamil (2016) : The influence of financial markets on economic growth, Institute of Economic Research Working Papers, No. 12/2016, Institute of Economic Research (IER), Toruń

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/219795>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>



**Institute of Economic Research Working Papers**

**No. 12/2016**

**Wpływ rynków finansowych na rozwój gospodarczy**

**Kamil Pastor**

The paper submitted to

**6<sup>th</sup> NATIONAL STUDENT SCIENTIFIC CONFERENCE  
PROBLEMS OF GLOBAL ECONOMY**

**April 15, 2016, Toruń, Poland**

**Toruń, Poland 2016**

© Copyright: Creative Commons Attribution 3.0 License

Kamil Pastor  
[pastorkamil@gmail.com](mailto:pastorkamil@gmail.com)  
Warsaw School of Economics

## Wpływ rynków finansowych na rozwój gospodarczy

**Klasyfikacja JEL:** *G15;G18; O43*

**Słowa kluczowe:** *cykle finansowe; akcelerator finansowy; polityka makroostrożnościowa*

**Abstrakt:** W artykule przedstawiona zostanie koncepcja cykli finansowych oraz przedstawiony ich wpływ na gospodarkę. Kluczową rolę w występowaniu cykli finansowych mają bańka spekulacyjna oraz akcelerator finansowy. Jeżeli w sferze finansowej powstaną nierówności i nie będą one zlikwidowane, obydwa te procesy mogą doprowadzić do bardziej dotkliwego kryzysu finansowego. Rolą banków centralnych, rządów i instytucji nadzorczych jest prowadzenie odpowiedniej polityki mającej na celu utrzymanie stabilności finansowej nie tylko w krótkim, lecz również i średnim terminie.

### The influence of financial markets on economic growth

**JEL Classification:** *G15;G18; O43*

**Keywords:** *financial cycles; financial accelerator; macroprudential policy*

**Abstract:** In this article, the idea of financial cycles will be explained as well as its impact on economy. Price bubble and financial accelerator play key role in financial cycle. If there exist disparities in finance markets and they are not stabilized, the future crisis may be more severe. The role of central banks, governments and surveillance institutions is to conducting adequate policy, aiming at maintaining financial stability not only in short but also in medium term.

### Wprowadzenie

Ekonomia jest nauką społeczną, dlatego też nie istnieje w jej obrębie zbyt wiele niepodważalnych aksjomatów. Fakt ten sprawia, że na przestrzeni wieków powstała ogromna ilość teorii tłumaczących zjawiska zachodzące w gospodarce. Większość z nich bazowała na osiągnięciach poprzednich

pokoleń badaczy. Jednakże stwierdzenie, że ekonomia jest nauką, w której każda kolejna szeroko przyjęta koncepcja zawiera w sobie wiedzę poprzednich pokoleń byłoby nadużyciem. Z biegiem czasu zmienia się moda na podstawowe aksjomaty ekonomii, różne koncepcje wychodzą z podziemia podczas gdy inne zostają na jakiś czas zapomniane. Wraz z upływem lat, poprzez rozważania wielkich ekonomistów, filozofów i mężów stanu wypracowanych zostało wiele koncepcji, które dotyczyły rozwoju gospodarczego, czynników na niego wpływających, oraz ich ważności. Niektóre z teorii obejmowały rynki finansowe, a niektóre uznawały, że jest to taki sam sektor gospodarki jak każdy inny, więc nie zasługuje on na dokładniejszą analizę w sensie makro. Współczesne poglądy ekonomistów na ten temat nadal są zróżnicowane. Spektrum poglądów zawiera się w stwierdzeniu, że rynki finansowe mają generalnie negatywny wpływ na inne sektory przez koncepcję neutralności aż do kluczowej roli rynków finansowych w wspomaganium rozwoju (Levine, 2004, ss. 1–118).

Artykuł skupi się na roli cykli finansowych oraz będącym kluczowym w przebiegu cyklu akceleratorowi finansowemu. Wpływ drugiego z procesów mających istotne znaczenie w cyklach finansowych, czyli bańki spekulacyjnej będzie jedynie zasygnalizowany. Następnie zostanie przeanalizowany wpływ wielkości sektora finansowego na rozwój gospodarczy oraz zostaną przedstawione wnioski wynikające z analizy oraz sugerowane kierunki zmian w polityce pieniężnej i fiskalnej.

### **Koncepcje teoretyków ekonomii**

Jak już zostało wspomniane w ciągu wieków zainteresowania ludzkości ekonomią została stworzona niezmiernie liczba teorii tłumaczących rolę rynków finansowych. Jednymi z pierwszych ekonomistów, którzy stworzyli spójną teorię rynków finansowych byli Walter Bagehot (1873) oraz Joseph Schumpeter (1911). Stwierdzili oni, że rynki finansowe mają korzystny wpływ na gospodarkę nie tylko dlatego, że są miejscem kontaktu podmiotu posiadającego oszczędności z podmiotem chcącym zainwestować, ale przede wszystkim dlatego, że rynki finansowe pozwalają w bardziej efektywny sposób kojarzyć wyżej wymienione strony niż gdyby odbywa się to bez ich pośrednictwa. Rynki finansowe obniżają koszty transakcyjne, pozwalają oceniać ryzykowność oraz rentowność projektów z większą pewnością co pozwala na lepszą alokację kapitału wśród bardziej efektywnych przedsięwzięć. Dodatkowo aktywizują większą ilość kapitału, co z wielokrotnia wyżej przedstawioną korzyść.

Daron Acemoglu i Fabrizio Zilibotti (1997, ss. 709–751) rozszerzają ideę Schumpetera i korzystając z hipotezy informacyjnej efektywności rynków kapitałowych stwierdzając, że na mniej rozwiniętych, mniej płynnych rynkach, informacje zawarte w cenach są mniej dokładne i bardziej podatne na wpływy pojedynczych transakcji. Podmioty operujące na tych rynkach muszą brać pod uwagę to ryzyko, więc wybierają projekty bardziej bezpieczne niż wynikałoby to z maksymalizowanej zyskowności. Słabo rozwinięte rynki finansowe mogą więc mieć negatywny wpływ na rozwój gospodarczy, ponieważ zachęty do inwestowania w projekty bardziej innowacyjne, czyli jednocześnie bardziej ryzykowne, są o wiele mniejsze niż na rynkach rozwiniętych. Może to doprowadzić do narastania baniek spekulacyjnych w sektorach uważanych za tradycyjne w danym momencie (współcześnie przykładem może być budownictwo czy wydobywanie surowców).

Kolejnym ważnym ekonomistą, który zajmował się interakcjami między rynkami finansowymi, a realną gospodarką był Hyman Minsky. Jest on autorem hipotezy niestabilności rynków finansowych. Stworzył podwaliny pod koncepcję cykli finansowych. Hipoteza niestabilności rynków finansowych opiera się na percepcji ryzyka przez podmioty. Wraz z upływem czasu od poprzedniego kryzysu podmioty bardziej optymistycznie oceniają ryzyko. Na ich decyzję wpływa również chęć jak najszybszego wykorzystania ożywienia gospodarczego oraz rosnących cen, chociaż czynniki fundamentalne mogą wskazywać, że gospodarka jest już przeinwestowana. W momencie, w którym podmioty uświadamiają sobie, że ich ocena ryzyka w znaczny sposób odbiega od rzeczywistości wybucha kryzys. Przedstawiony wyżej proces odbywa się w cykliczny sposób i jest według Minsky'ego dowodem na endogeniczną niestabilność i procykliczność rynków finansowych.

Ostatnim z ekonomistów, którego koncepcje zostaną tutaj przedstawione jest James Tobin. Współcześnie postulaty, które promował są powszechnie znane, jednakże w momencie ich przedstawiania (lata 70 ubiegłego wieku) były nowością. Zauważył on występujący odpływ wysoko wykwalifikowanych pracowników z sektora realnego do finansowego, możliwość transferu ryzyka przez instytucje finansowe na podatników bądź na cały system oraz występujące bodźce do inwestowania w coraz krótszym terminie (zastępowanie efektywniejszego w dłuższym okresie inwestowania pasywnego inwestowaniem aktywnym).

## Cykle finansowe

Cykle finansowe są pojęciem analogicznym do cykli koniunkturalnych z tą różnicą, że cykle finansowe opisują cykliczność w sferze rynków finansowych podczas gdy cykle koniunkturalne są związane z rzeczywistą produkcją. Cykle koniunkturalne są dość dokładnie zbadane, a koncepcja cykli finansowych nie jest jeszcze częścią ekonomicznego *mainstreamu*. Większe zainteresowanie nimi zaczęło się po ostatnim kryzysie.

Dla istnienia cykli finansowych kluczowe znaczenie mają akcelerator finansowy i bańka spekulacyjna. Na poniższym schemacie ukazano w uproszczony sposób przebieg fazy wzrostu cyklu finansowego. Schemat odnosi się i do gospodarstw domowych, dla których najważniejszą częścią kupowanych aktywów są nieruchomości (schemat dla gospodarstw domowych można więc uprościć tylko do nieruchomości pomijając inne aktywa) oraz do banków, które dokonują zakupów wielu rodzajów aktywów oraz mają możliwość zadłużania się pod zastaw posiadanych papierów wartościowych, najczęściej obligacji. Występuje tutaj sprzężenie zwrotne dodatnie. Załamanie ciągłego narastania kredytu występuje w momencie kryzysu finansowego po której następuje faza spadku. W fazie spadku proces przedstawiony na schemacie działa w odwrotnym kierunku wpływając negatywnie na zagregowany popyt.

### Schemat 1. Sprzężenie zwrotne w cyklu finansowym



Źródło: Opracowanie własne na podstawie (Carlin, Soskice, 2015, s. 184).

Claudio Borio (Borio, 2014, ss. 182–198) z Banku Rozliczeń Międzynarodowych wyróżnia 5 stylizowanych faktów odnośnie cykli finansowych.

1. Można analizować cykle finansowe tylko za pomocą zmian wielkości zagregowanego kredytu w gospodarce oraz zmian cen na rynku nieruchomości. Zmienne giełdowe nie są odpowiednimi wskaźnikami ze względu na zbyt dużą krótkoterminową zmienność.
2. Okres trwania cyklu finansowego jest około dwu- trzykrotnie dłuższy niż cyklu koniunkturalnego i w badanej próbie krajów trwał 16 lat. Stwierdzono (Comin, Gertler 2003, ss. 1–56), że czynniki średnioterminowe (czyli wynikające również z cykli finansowych) mają większy wpływ na fluktuację PKB niż czynniki krótkoterminowe. Dodatkowo recesje występujące w fazie spadku cyklu finansowego są o 50% dotkliwsze niż te w fazie wzrostu.
3. Szczyty cykli finansowych mogą być utożsamiane z kryzysami finansowymi. W badanej próbie krajów (poza Australią i Norwegią w czasie kryzysu 2007/8) kryzys wybuchł dokładnie podczas lub w pobliżu szczytu cyklu.
4. Analiza cykli finansowych umożliwia obserwowanie nierówności w sferze finansowej. Dzięki relatywnie prostemu wskaźnikowi będącym różnicą stóp wzrostu kredytu i PKB oraz stopę zmian cen nieruchomości i ich długoletniej średniej stopie wzrostu można stwierdzić, w której fazie cyklu znajduje się gospodarka i przedsięwziąć kroki służące zminimalizowaniu negatywnych skutków przyszłego kryzysu finansowego.
5. Długość, amplituda cykli finansowych zależy od ustroju gospodarczego, prowadzonej polityki pieniężnej i fiskalnej. Polityczni decydenci mają większy wpływ na kształt cykli finansowych, chociaż instrumenty wpływu na niego są bardziej subtelne niż w przypadku cykli koniunkturalnych. Dzięki rozwiązaniom prawnym, odpowiedniej polityce makro- i mikroostrożnościowej możliwe jest zredukowanie negatywnych efektów wynikających z kryzysów finansowych.

### **Akcelerator finansowy**

Jak już zostało wspomniane dwoma mechanizmami pełniącymi rolę w cyklach finansowych są akcelerator finansowy oraz bańka spekulacyjna. Wykrywanie baniek spekulacyjnych jest *a priori* rzeczą niezwykle skomplikowaną. Można je badać jedynie *ex post*. Problemem jest ustalenie ceny rzeczywistej, do której można porównać cenę rynkową by móc

stwierdzić o istnieniu bańki. Stworzona „cena rzeczywista” jest subiektywną ceną autora badania i nie musi mieć żadnego związku z prawdziwą, fundamentalną wartością. Dlatego w tym artykule bańka spekulacyjnie nie będzie szerzej rozważana. Bańka spekulacyjna jest sytuacją, w której cena aktywa lub grupy aktywów rośnie w oderwaniu od czynników fundamentalnych. Wzrost ceny odbywa się głównie dzięki wierze inwestorów w dalszy wzrost cen i osiąganych zysków. Pęknięcie bańki kończy fazę wzrostu cen i rozpoczyna proces gwałtownej wyprzedazy aktywa. Akcelerator finansowy jest koncepcją zaproponowaną przez Bena Bernanke, byłego szefa Rezerwy Federalnej.

Koncepcja akceleratora finansowego zostanie przedstawiona na podstawie recesji bilansowej (*Balance Sheet Recession*), do której dochodzi w fazie spadku cyklu finansowego (Carlin, Soskice, 2015, ss. 214–217). Recesja bilansowa występuje zazwyczaj po pęknięciu bańki spekulacyjnej lub kryzysie finansowym. Przykładem może być recesja w Japonii rozpoczęta w latach 90’ lub recesja w Europie rozpoczęta ostatnim kryzysem. Na wieść o kryzysie podmioty starają się obniżyć swój poziom zadłużenia, zwiększyć oszczędności oraz odbudować nadszarpnięte kryzysem rezerwy kapitałowe.

Na schemacie przedstawiono wpływ recesji bilansowej na zagregowany popyt, który jest najważniejszą składową wpływającą na sytuację gospodarczą w krótkim okresie. W momencie wybuchu kryzysu bądź pęknięcia bańki spekulacyjnej następuje spadek cen nieruchomości (w ogólności aktywów). Z punktu widzenia nie-banków wartość ich potencjalnego zabezpieczenia pod nowe kredyty spada, jak i wartość zabezpieczenia obecnych kredytów. Rośnie również ryzyko bankructwa nie-banku, więc stara się ono odbudować nadszarpnięte kapitały poprzez zaprzestanie dalszego zadłużenia, próbę spłaty obecnego zadłużenia oraz zmniejszenia konsumpcji. Wszystkie te czynniki wpływają na dalsze obniżanie zagregowanego popytu.

Banki na wieść o kryzysie obniżają wartość wskaźnika LtV (*Loan to Value*) dla nowych kredytów, co oznacza prowadzenie bardziej restrykcyjnej polityki kredytowej. Część kredytobiorców bankrutuje, co oznacza dla banku otrzymanie nieruchomości będącej wcześniej hipoteką kredytu. Bank jest zmuszony sprzedać nieruchomość poniżej kwoty udzielonego kredytu, a w związku z niższymi cenami aktywów jego straty powiększają się. Banki starają się zmniejszyć poziom zlewarowania oraz podwyższają marże w celu zwiększenia zysków by zrekomensować wcześniej poniesione straty oraz utrzymać bezpieczny poziom kapitałów. Oznacza to dalsze restrykcje w polityce kredytowej, co pogarsza dostęp do kredytu dla nie-banków.



Możliwy jest również paradoks oszczędzania polegający na niższych zagregowanych oszczędnościach przy wyższej stopie oszczędności.

### Schemat 2. Akcelerator finansowy a zagregowany popyt



Źródło: Opracowanie własne na podstawie (Carlin, Soskice, 2015, ss. 214–217).

### Wpływ wielkości sektora rynków finansowych

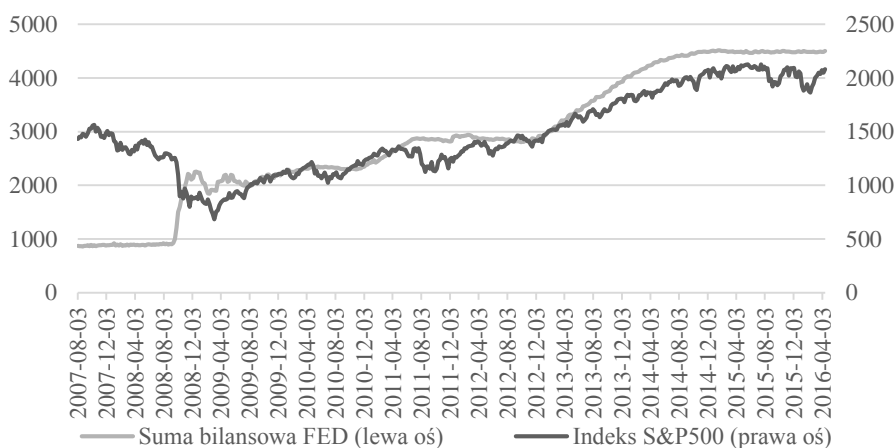
Skutki wyżej przedstawionych procesów z całą pewnością zależą od wielkości rynków finansowych. Dość oczywistym jest fakt, że dla większych rynków finansowych kryzys objawiający się spadkiem cen o 20% będzie w wartościach absolutnych bardziej dotkliwy dla sektora realnego niż w sytuacji gdy rynki finansowe są mniejsze. Otwartą kwestią pozostaje sposób mierzenia wielkości rynków finansowych. Najszerzej przyjętą koncepcją jest analizowanie zagregowanej sumy bilansowej banków. Według danych Banku Rozliczeń Międzynarodowych, w III kwartale 2015 roku suma bilansowa banków raportujących wynosiła 111% światowego PKB. Doliczając do tej wartości *shadow banking* (firmy ubezpieczeniowe, firmy prowadzące *de facto* działalność kredytową), rynki finansowe osiągnie się wartość wynoszącą minimum 450% światowego PKB (Bank Rozrachunków Międzynarodowych, 2016). Jednakże są to dane zebrane tylko od kilkudziesięciu państw raportujących do *Financial Stability Board*. Nie są również dostępne dane dotyczące rzeczywistej skali działalności wszelakich funduszy inwestycyjnych oraz działalności w rajach podatkowych. Można

więc domniemywać, że rzeczywista wielkość rynków finansowych znacznie przekracza 450% światowego PKB (Financial Stability Board, 2015, s. 9).

Począwszy od lat osiemdziesiątych ubiegłego stulecia można zaobserwować rozrost bankowości hipotecznej. Większe zainteresowanie gospodarstw domowych oraz banków tą sferą życia gospodarczego implikuje wzrost znaczenia sektora budowlanego. Jednakże rozrost tego sektora nie jest pozytywny dla gospodarki, ponieważ jest to sektor wymagający zainwestowania olbrzymich ilości kapitału, a jego innowacyjność jest niska. Występuje problem niewłaściwej alokacji zasobów, kosztu alternatywnego w postaci mniejszych inwestycji w bardziej innowacyjne przedsięwzięcia. Dodatkowo rozrost sektora budowlanego może być czynnikiem przyspieszającym powstanie bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości.

Przerosnięte rynki finansowe przestają sprawnie pełnić swoją rolę polegającą na pomocy w ustalaniu rzeczywistych cen różnych aktywów. Jeżeli powiązania między sektorem realnym a finansowym są coraz mniejsze, ceny ustalone na rynkach nie odpowiadają rzeczywistym cenom. Na wykresie 1. przedstawiono przykład osłabienia powiązań między realną gospodarką a indeksem S&P500, na którego wzrosty przeważający wpływ miało luzowanie ilościowe oraz polityka pieniężna, a nie rzeczywiste zmiany w gospodarce.

**Wykres 1. Indeks S&P500 a suma bilansowa FED (w mld USD)**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie (FED, 2016; Stooq, 2016).

Większe rynki oznaczają również rosnące problemy wiążące się z pokusą nadużycia i niewłaściwym systemem bodźców. Instytucje finansowe mogą w większym stopniu transferować ryzyko na cały system, ponieważ mogą

liczyć na ratunek ze strony instytucji państwowych ze względu na bycie systemowo ważną instytucją.

Ostatnie wydarzenia na rynkach finansowych zmusiły banki centralne do zmiany swoich poprzednich zachowań, ponieważ przestały być one efektywne. Banki centralne zaczęły wykorzystywać nowe lub wcześniej nieużywane instrumenty do prowadzenia skuteczniejszej polityki pieniężnej. Do tych instrumentów należą między innymi ujemne stopy procentowe, skup aktywów, długoterminowe kredyty zasilające banki w płynność (np. LTRO). Nie są jeszcze zbadane długoterminowe skutki prowadzenia polityki z wykorzystaniem wyżej wymienionych instrumentów. Jednakże już dzisiaj można zaobserwować niespotykane wcześniej sytuacje takie jak posiadanie przez Bank Czech ujemnych kapitałów własnych, co z jednej strony nie ma bezpośredniego wpływu na rzeczywistość, gdyż banki centralne z racji bycia emitentem waluty i dostarczycielem płynności nie podlegają standardowym regułom. Jednak gdybyśmy traktowali ten bank jako bank komercyjny (lub jakiegokolwiek przedsiębiorstwo) oznaczałoby to, że bank ten zbankrutował (Czech National Bank, 2016).

Spojrzenie na ekonomię tylko przez perspektywę rynków finansowych zniekształca nam obraz gospodarki. Rynki pragnęłyby ciągłych wzrostów, co nie jest możliwe ze względu chociażby na występowanie cykli koniunkturalnych. W końcu to podmioty sektora realnego są odpowiedzialne za rzeczywistą produkcję, a rynki finansowe powinny pełnić tylko funkcję pośrednika między nimi. Dążenie do wzrostu za wszelką cenę prowadzi do olbrzymich kosztów społecznych, stworzenia wykluczonych ze społeczeństwa grup poszkodowanych przez taką politykę. Fetysz ciągłego wzrostu odbija się negatywnie na długoterminowym wzroście, który powinien cechować się względną stabilnością oraz rozwiązywaniem narastających problemów tak gospodarczych jak i społecznych.

### **Proponowane zmiany w polityce**

Biorąc pod uwagę prawidłowości dotyczące cykli finansowych oraz możliwych negatywnych efektów związanych z przerośniętymi rynkami finansowymi powstaje potrzeba zmiany dotychczasowej polityki. Dostosowania te powinny zostać wdrożone nie tylko na poziomie banków centralnych – tradycyjnych instytucji odpowiedzialnych za stabilność systemu finansowego, lecz również rządów, ponieważ to one ponoszą koszty związane ze zwiększonymi wydatkami w czasie recesji oraz możliwymi *bail-outami*.

Polityka fiskalna powinna być prowadzona z większą uwagą. W momencie poważnego kryzysu rząd jest *de facto* zobowiązany do przeciwdziałania negatywnym skutkom recesji co wiąże się z drastycznym zwiększeniem wydatków, jak i zmniejszeniem przychodów podatkowych (część pracujących traci pracę, zmniejszają się wpływy z VAT, z podatków dochodowych). Dlatego zawsze powinna istnieć przestrzeń na tego rodzaju pobudzenie fiskalne co wiąże się ze zwiększonymi oszczędnościami w trakcie ożywienia gospodarczego by te rezerwy wytworzyć. W przeciwnym wypadku rząd będzie musiał podjąć te kroki korzystając z większego zadłużenia się, które w momencie kryzysu będzie bardziej kosztowne niż dotychczas, ponieważ warunki, na których będzie ono udzielane będą mniej korzystne dla rządu (wyższa rentowność obligacji, mniejszy popyt).

Polityka pieniężna, dotychczas przede wszystkim skupiona na stabilizowaniu poziomu inflacji, PKB i bezrobocia, powinna wyjść poza krótki okres i starać się analizować zadłużenie oraz ceny na rynku aktywów, starając się nie dopuścić do narastania nierówności w tych elementach życia gospodarczego. Wymaga to prowadzenia polityki makro- i mikroostrożnościowej. Współcześnie banki centralne starając się pobudzić inflację za wszelką cenę korzystają z wielu niezbadanych jeszcze dokładnie narzędzi. Doprowadza to do wcześniej niespotykanych sytuacji takich jak ujemna wartość kapitałów własnych banku centralnego, co przytrafiło się między innymi Bankowi Czech. Stosowane środki nie są jeszcze zbadane i nieznane są jeszcze ich długoterminowe konsekwencje.

Kryzys zmusił decydentów do przedsięwzięcia pewnych kroków mających zrestrukturyzować rozwiązania systemowe, wprowadzić bardziej efektywny system nadzoru oraz zlikwidować bodźce zachęcające do nieefektywnych systemowo działań instytucji finansowych. Jedynym z pomysłów jest stworzenie Jednolitego Systemu Nadzorczego (*Single Supervisory Mechanism*), który byłby kompleksowym rozwiązaniem problemu rozdrobnionego nadzoru nad rynkiem finansowym w Europie. Jego częścią jest Unia Bankowa. Celem tych reform jest stworzenie centralnego ośrodka nadzorczego pod przewodnictwem Europejskiego Banku Centralnego, który zastąpiłby instytucje nadzorcze w poszczególnych krajach i zmniejszył komplikacje wynikające z odmiennych celów nadzorców z różnych krajów. Dotychczasowo występował problem gdy bank-matka przeżywał kłopoty z płynnością. W interesie nadzorca kraju banku-matki był transfer kapitału z banku-córki w kraju ościennym. Jednakże, odpływ kapitału z banku-córki mógłby doprowadzić do niewypłacalności wcześniej poprawnie funkcjonującego banku-córki. Doprowadziłoby to do przeniesienia kryzysu do kraju, w którym wcześniej sektor finansowy działał poprawnie. Stworzenie centralnego nadzorca, który

byłby w stanie przeanalizować efekty tego typu transferów z obu punktów widzenia (a przynajmniej byłby do tego zobowiązany) doprowadzi do zmniejszenia podobnych komplikacji. W sytuacji istnienia banków, których sumy bilansowe przekraczają lub stanowią znaczną część PKB poszczególnych państw, połączenie nadzoru, a równocześnie połączenie rezerw i kapitałów krajowych nadzorców, pozwala na zminimalizowanie ryzyka sytuacji, w której brakuje kapitałów by dofinansować upadający bank, co w konsekwencji doprowadziłoby do załamania całego systemu finansowego.

Jednakże istnieje wiele potencjalnych zagrożeń oraz słabości związanych z powyższymi propozycjami. Europejski Bank Centralny stałby się instytucją o wielu, często wzajemnie sprzecznych celach. Zakres jego obowiązków jak i możliwości znacznie by się powiększył co doprowadziłoby do powstania instytucji o ogromnym wpływie na kształt całej Unii Europejskiej.

Konsolidacja rezerw i kapitałów niekoniecznie musi prowadzić do istotnego poprawienia bezpieczeństwa systemu. W sytuacji, w której sektor finansowy w wielu krajach w strefie euro przewyższa wartością PKB danego kraju większe poczucie bezpieczeństwa może być tylko iluzoryczne. W sytuacji kryzysowej zgromadzone środki i tak byłyby zbyt małe by zapewnić dostawę kapitałów dla banków.

## **Zakończenie**

Jak wynika z wyżej przedstawionych argumentów rynki finansowe są samodzielnym podmiotem gospodarczym działającym nie tylko jako pośrednik między podmiotami w sferze realnej lecz również w swoim interesie. W zakresie państwa leży decyzja jaki powinien być stosunek między działalnością rynków finansowych na korzyść gospodarki, a na swój własny rachunek.

Analiza cykli finansowych pozwala dostrzegać narastające nierówności w gospodarce i podejmować na tej podstawie decyzje, które by te nierówności likwidowały bądź chociaż zmniejszały. Istnieje w ekonomii pojęcie „*unffinished recession*” polegające na tym, że zmienne takie jak stopa wzrostu PKB, bezrobocie czy inflacja wracają po kryzysie na poprzednią ścieżkę zmian, jednakże prawdziwa przyczyna kryzysu nie została rozwiązana. W takiej sytuacji kolejny kryzys będzie bardziej dotkliwy i będzie bazował na nierównościach, które w czasie poprzedniego kryzysu nie zostały opanowane. Ożywienie gospodarcze po takim kryzysie jest zazwyczaj krótsze oraz słabsze.

Banki centralne i nadzorcy powinni się skupić nie tylko na utrzymaniu stabilności finansowej w krótkim okresie lecz powinni też zwracać baczniejszą uwagę na średniookresowe tendencje i starać się przeciwdziałać potencjalnym zagrożeniom. Zapobiegnięcie dotkliwemu kryzysowi w przyszłości wymaga o wiele niższych wydatków i dostosowań ze strony banków centralnych oraz rządów. Oszczędza również społeczeństwu dotkliwych kosztów społecznych związanych z dotkliwą recesją.

## Literatura

- Acemoglu D., Zilibotti F. (1997), *Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification and Growth*, „Journal of Political Economy”, Vol. 105, No. 4, <http://dx.doi.org/10.1086/262091>.
- Bagehot W. (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Henry S. King and Co., Londyn.
- Bank Rozrachunków Międzynarodowych (2016), <http://stats.bis.org>, (16.04.2016).
- Borio C. (2014), *The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?*, „Journal of Banking & Finance”, Vol. 45, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.031>.
- Carlin W., Soskice D. (2015), *Macroeconomics: Institutions, Instability, and the Financial System*, Oxford University Press, Oxford.
- Comin D., Gertel M. (2003), *Medium Term Business Cycles*, NBER Working Papers, No. 10003, <http://dx.doi.org/10.3386/w10003>.
- Czech National Bank (2016), <https://www.cnb.cz> (29.03.2016).
- FED (2016), <https://www.federalreserve.gov> (16.04.2016).
- Financial Stability Board (2015), *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*, Basel.
- Levine R. (2004), *Finance and growth: Theory and evidence*, NBER Working Papers, No. 10766, <http://dx.doi.org/10.3386/w10766>.
- Schumpeter J.A. (1961), *The theory of economic development : an inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle*, Redvers Opie, Nowy Jork.
- Stooq (2016), <http://stooq.pl> (16.04.2016).