

*Marcin Czaplicki**

ZAGROŻENIE BOOMEM KREDYTOWYM W OBLICZU PRZYSTĄPIENIA POLSKI I INNYCH NOWYCH KRAJÓW CZŁONKOWSKICH UNII EUROPEJSKIEJ DO STREFY EURO

WSTĘP

Proces transformacji gospodarczej państw Europy Środkowo-Wschodniej rozpoczął się od szoku, jakim niewątpliwie było ich wystąpienie z bloku komunistycznego. Zdarzenie to stało się zaczątkiem wielu reform skierowanych w stronę urynkowania ich gospodarek. Z czasem zmiany dotyczące regulacji prawnych doprowadziły do liberalizacji systemu finansowego. Rozpoczął się silny napływ kapitałów do regionu, wspieranych perspektywami szybkiego wzrostu gospodarczego, stabilizującej się sytuacji makroekonomicznej, a przede wszystkim ogromnymi możliwościami spekulacji na niewykształconych do końca rynkach.

Kluczowa dla rozwoju regionu była integracja z gospodarkami zachodniej Europy, uwieńczona rozszerzeniem Unii Europejskiej w 2004 i 2007 roku. Rezultatem tego procesu stało się nierozzerwalne, silne powiązanie rynków finansowych w regionie z ich zachodnimi odpowiednikami. To samo nastąpiło na płaszczyźnie handlu zagranicznego. Poprzez przyjęcie *acquis communautaire* oraz dalszą działalność legislacyjną wspólnych ciał Unii zostały zintegrowane, jeżeli nie zunifiko-

* Marcin Czaplicki jest doktorantem w Kolegium Ekonomiczno-Społecznym Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

wane (w pewnych obszarach) regulacje prawne. Można pokusić się o stwierdzenie, że dokonał się kolejny po latach 90. skok cywilizacyjny, dzięki któremu zliberalizowane systemy finansowe zostały zaopatrzone w odpowiednie instytucje, jakich samoistne wytworzenie mogłoby zająć wiele lat. Niemniej jednak niedokończony został jeszcze proces konwergencji gospodarek oraz systemów finansowych nowych państw członkowskich. W tak krótkim czasie możliwe było jedynie ujednoczenie zasad oraz instytucji. Proces konwergencji ekonomicznej (zarówno w jej wersji nominalnej, jak i realnej) zajmie jeszcze dużo czasu. Podobnie nauka oraz przywołanie nowych zasad, a także regulacji.

Badania ekonometryczne potwierdzają, że gospodarki w państwach przechodzących przez proces rozwoju systemu finansowego wykazują tendencję do utraty stabilności w krótkim okresie¹. W ich przypadku pełna liberalizacja sektora finansowego (ze szczególnym naciskiem położonym na transgraniczne przepływy kapitałowe), której nie towarzyszą zmiany regulacji i przekształcanie się instytucji systemu finansowego, może prowadzić do destabilizacji całej gospodarki. W takiej sytuacji silne napływy kapitału z zagranicy, przyczyniające się w początkowej fazie do wzrostu gospodarczego, mogą doprowadzić do załamania w razie odwrócenia ich kierunku. W opisywanych warunkach znaczenia nabiera zagrożenie boorem kredytowym wywołanym spadkiem realnych stóp procentowych oraz gwałtownym napływem krótkoterminowych kapitałów z zagranicy. Nadmierna ekspansja kredytowa będzie skierowana w znacznej mierze do sektorów dóbr niewymiennych, przyczyniając się do wzrostu cen oraz powstania bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów. Powyższe czynniki przyczynią się do powstania presji aprecjacyjnej walut krajowych regionu, która (szczególnie po przyjęciu wspólnej waluty) może doprowadzić do długookresowego spadku konkurencyjności gospodarek regionu. Celem niniejszego artykułu jest weryfikacja, czy powyżej nakreślony scenariusz jest realny w warunkach, w jakich znajduje się Polska i inne kraje Europy Środkowo-Wschodniej.

W opracowaniu zostanie przedstawiony syntetyczny przegląd zagrożeń dla stabilności sektora finansowego w regionie, zaprezentowane będą stylizowane fakty dotyczące sytuacji gospodarczej w regionie, a także najistotniejsze możliwości reakcji polityk pieniężnej i nadzorczej wraz z towarzyszącymi im dylematami.

¹ P. Aghion, P. Bacchetta, A. Banerjee, *Capital Markets and the Instability of Open Economies*, [w:] *The Asian financial crisis: causes, contagion and consequences*, P.-R. Agénor, M. Miller, D. Vines, A. Weber (red.), wyd. 2 zm. i uzup., Cambridge University Press, Cambridge 2000, s. 169.

1. ZAGROŻENIA STABILNOŚCI SEKTORA BANKOWEGO W REGIONIE

Reformy systemów gospodarczych oraz przystąpienie państw Europy Środkowo-Wschodniej do Unii Europejskiej przyczyniły się do utrwalenia oczekiwań inflacyjnych oraz osiągnięcia zrównoważonego tempa wzrostu gospodarczego. Skutkiem tego stał się znaczący napływ inwestycji zagranicznych, czy to w formie inwestycji bezpośrednich, czy portfelowych. Doszło do znacznego wzrostu PKB, który jednak pozostaje na poziomie wyraźnie niższym niż średnia unijna. Podobnie jest z poziomem kapitału (zasób kapitału na jednostkę pracy efektywnej w gospodarce znajdującej się blisko stanu stacjonarnego jest wyższy niż w gospodarce do takiego stanu dopiero zmierzającej), co implikuje, że jego marginalna produktywność jest wciąż wyższa niż ta w Unii². Zgodnie z teorią stopy równowagi, również ta stopa (ewentualnie naturalna stopa procentowa) znacznie przekracza poziom jej zachodnioeuropejskiej odpowiedniczki³ (wyższa stopa zwrotu z kapitału wskazuje na konieczność wyższego poziomu stopy realnej, który pozwoli na zrównoważenie inwestycji i oszczędności). W związku z tym, w warunkach stabilnego, niskiego poziomu inflacji oraz malejących wartości nominalnych stóp procentowych, realna stopa rynkowa znajduje się poniżej poziomu stopy naturalnej, przyczyniając się do wzrostu ekspansji kredytowej oraz poziomu inflacji (głównie dóbr niehandlowych, ponieważ w małych otwartych gospodarkach działa w przybliżeniu prawo jednej ceny, w związku z czym ceny dóbr handlowych pozostaną na poziomie ustalonym za granicą⁴) i aprecjacji realnego kursu walutowego (w obu przypadkach o wartości wyższe niż tylko te wynikające z efektu Balassy-Samuelsona). Zjawisko to może być na tyle groźne, że w obliczu przyjęcia wspólnej waluty (co jest równoznaczne z konwergencją nominalną), przed osiągnięciem pełnej konwergencji realnej, może doprowadzić do rozszerzenia już istniejącej luki stóp procentowych, napędzając jeszcze boom kredytowy (problem inflacji nie będzie już wtedy tak groźny) oraz stymulując napływ krótkoterminowych kapitałów do kraju⁵. Rosnąca wartość udzie-

² A. Sławiński, *Polska w strefie euro: Jak zapewnić długookresową konkurencyjność gospodarki?*, [w:] *Euro – ekonomia i polityka*, D. Rosati (red.), Oficyna Wydawnicza WSHiP im. Łazarskiego, Warszawa 2009; M. Brzoza-Brzezina, *Zagadnienie naturalnej stopy procentowej*, „*Ekonomista*” Nr 4/2003, s. 457–477; S. Schadler, P. Drummond, L. Kujis, Z. Murgasova, R. van Elkan, *Euro Adoption In the Accession Countries: Vulnerabilities and Strategies*, [w:] *Euro Adoption in Central and Eastern Europe. Opportunities and Challenges*, S. Schadler (red.), Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Waszyngton 2005, s. 152–153.

³ Warto nadmienić, że zgodnie z teorią jest ona zawsze równa lub wyższa stopie wzrostu gospodarczego. M. Brzoza-Brzezina, *Zagadnienie naturalnej stopy...*, *op. cit.*

⁴ M. Brzoza-Brzezina, *The Information Content of the Natural Rate of Interest: The Case of Poland*, „*Economics of Transition*”, tom 14, Nr 2, kwiecień 2006 r., s. 391–412.

⁵ Zwiększa to ryzyko wystąpienia tak zwanego scenariusza portugalskiego.

lanych kredytów (za pomocą mechanizmu akceleratora finansowego⁶) może przyczynić się do powstania bąbli spekulacyjnych na rynku aktywów. Jej rezultatem będzie również wyższy poziom zadłużenia, szczególnie zagranicznego, oraz rosnąca dźwignia finansowa sektora prywatnego, co może spowodować problem związany z wypłacalnością. Zjawisko to będzie miało również miejsce przed przystąpieniem do II etapu UGW, co zwiększy ryzyko deprecjacji waluty wraz z wycofaniem się inwestorów z regionu⁷.

Zjawiskiem typowym dla gospodarek w okresie przejściowym są deficyty bilansu obrotów bieżących. Fenomen ten jest wynikiem wzmożonego popytu konsumpcyjnego, poprzedzającego wzrost dochodów (wyrównywanie konsumpcji w długim okresie)⁸. Związane z nim zagrożenie wywołania boomu kredytowego jest pogłębiane poprzez wzrastającą obecność zachodnioeuropejskich instytucji finansowych, w szczególności banków, w Europie Środkowo-Wschodniej (co jest rezultatem przeprowadzonej tam prywatyzacji oraz liberalizacji sektora finansowego). Mając dostęp do znacznych źródeł kapitału, złożonego w ich spółkach matkach, mogą one dostarczyć do regionu nieograniczone wręcz zasoby płynności, której cena, mierzona oprocentowaniem, jest niższa niż na rynkach krajowych w tym obszarze. Prowadzi to do wzrostu popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego. Ponadto, sama obecność banków zagranicznych zwiększa wiarygodność rynków finansowych regionu, dzięki czemu także inne, krajowe instytucje finansowe mają łatwy dostęp do tańszych międzynarodowych kapitałów. Ich przemieszczanie jest możliwe dzięki pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych w obliczu akcesji do Unii Europejskiej. Znaczące ryzyko kursowe, związane z takimi transakcjami, jest z reguły albo nie-

⁶ Por. B.S. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist, *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*, NBER Working Paper No. 6455, Cambridge marzec 1998 r.

⁷ Pojawia się jednak wątpliwość dotycząca pomieszczenia pewnych pojęć, mianowicie stóp krótkoterminowych (stopy realne: nominalne powiększone o oczekiwania inflacyjne) oraz długoterminowych (stopa równowagi). Należy podkreślić, że determinanty, krótkoterminowej z definicji, naturalnej stopy procentowej są podobne do tych pomagających wyznaczyć stopę równowagi. W szczególności mowa o tempie wzrostu produktywności, stopie preferencji czasowych gospodarstw domowych oraz parametrów opisujących ich funkcje użyteczności. Dlatego też dokonana w poprzednim akapicie analiza wydaje się mieć sens ekonomiczny. Por. M. Brzoza-Brzezina, *Rola naturalnej stopy procentowej w polskiej polityce pieniężnej*, „*Ekonomista*”, Nr 5/2003, s. 593–612.

⁸ B. Eichengreen, K. Steiner, *Is Poland at Risk of a Boom-and-Bust Cycle in the Run-up to euro Adoption?*, „NBER Working Paper” No. 14438, NBER, Cambridge październik 2008 r., s. 5. Z drugiej strony, proces konwergencji ekonomicznej może sam doprowadzić do redukcji deficytu bilansu obrotów bieżących, co następuje dzięki wzrostowi oszczędności i spadającemu popytowi inwestycyjnemu. Por. S. Herrmann, A. Jochem, *Determinants of current account developments in the central and east European EU member states: consequences for the enlargement of the euro area*, „Deutsche Bundesbank Economic Studies Discussion Paper” No. 32/2005, Frankfurt nad Menem 2005, s. 17; J. Galí, T. Monacelli, *Optimal Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy*, Boston College Working Papers in Economics, Boston 1999.

dostrzegane (przyczyną jest stosunkowo krótki okres funkcjonowania gospodarki rynkowej⁹), albo marginalizowane (z uwagi na istniejące systemy izb walutowych, uczestnictwo w systemie ERM 2, czy dalszą perspektywę rychłego przystąpienia do strefy euro¹⁰). Do ekspansji kredytów denominowanych w zagranicznych walutach przyczynia się dodatkowo, zauważane od lat 80., zjawisko nadmiernej płynności rynków finansowych oraz towarzyszący mu proces tak zwanego *carry trade*¹¹. Jest to szczególnie wyraźne w obliczu rekordowo niskich stóp procentowych obserwowanych w Unii Europejskiej na początku bieżącego stulecia, po pęknięciu bańki spekulacyjnej na rynku dot.com oraz ekspansywnej polityki Europejskiego Banku Centralnego w czasie niedawnego kryzysu finansowego. Stanowi to wyraźne zagrożenie, szczególnie w przypadku państw z systemem stałego kursu walutowego, gdzie napływ obcej waluty jest równoznaczny ze wzrostem rezerw, prowadząc bezpośrednio do ekspansji monetarnej.

Banki zagraniczne przyczyniają się również do rozszerzenia oferty produktowej kierowanej do podmiotów gospodarczych. W związku z tym, rosnąca akcja kredytowa może być bezpośrednim wynikiem pojawienia się nowych form kredytowania czy innych instrumentów finansowych, a także rozszerzenia grona potencjalnych klientów poprzez poluznienie polityki kredytowej oraz aplikację nowych metod badania zdolności kredytowej. Opisanie zjawiska występują również w Europie Środkowo-Wschodniej, a ich przykładem może być wprowadzenie kredytów hipotecznych do oferty kredytowej banków. Szybka ekspansja banków zagranicznych może doprowadzić do utworzenia podwójnego systemu bankowego (ang. *dual banking system*), ponieważ będą one wybierały najlepszych klientów, obarczonych niskim ryzykiem niewypłacalności (ang. *cherry-picking*), podczas gdy pozostałym kredytodawcom pozostaną do obsługi ci gorsi¹². Natomiast fakt, że często te same banki prowadzą działalność w różnych krajach regionu (ang. *common lender phenomenon*), wzmacnia zagrożenie wystąpienia tzw. efektu domina, w obliczu zapaści jednego z państw regionu, co związane jest także z ogólnym, generalnym postrzeganiem regionu przez inwestorów z zagranicy. Warto również podkreślić rolę procesu ograniczania kredytowania sektora publicznego w bankach komercyjnych, co jest

⁹ Argumentów dostarcza także hipoteza pamięci instytucjonalnej, a raczej jej braku, oraz hipoteza niestabilności systemu finansowego Hymana Minsky'ego. Niemniej jednak, wobec zawirowań światowego kryzysu finansowego, ten aspekt pamięci traci w chwili obecnej na znaczeniu, ale może o sobie przypomnieć w przyszłości.

¹⁰ A. Hoffmann, *An Overinvestment Cycle in Central and Eastern Europe?*, „Metroeconomica”, tom 61, wyd. 6, listopad 2010 r., s. 711–734.

¹¹ G. Schnabl, A. Hoffmann, *Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets – an Overinvestment View*, „The World Economy”, tom 31, wyd. 9, wrzesień 2008 r., s. 1226–1252.

¹² Pojawienie się kapitału zagranicznego może więc, przewrotnie, pogorszyć sytuację banków pozostających pod kontrolą podmiotów krajowych. Może to wynikać z aplikacji lepszych procedur i modeli oceny ryzyka.

skutkiem dostępu do innych płynnych źródeł finansowania długu. Prowadzi to do zwiększenia poziomu inwestycji i konsumpcji poprzez wzrost kredytowania podmiotów prywatnych (ang. *crowding in*)¹³.

Kolejną kwestią jest popularność jaką cieszy się w regionie system sztywnego kursu walutowego. Generalnie, przyczynia się on do wzrostu stabilności finansowej, dając podłoże do działalności inwestycyjnej, wzrostu konsumpcji oraz ekspansji gospodarczej. Jednakże przyciąga on również spekulacyjny kapitał z zagranicy, podnosi prawdopodobieństwo występowania pokusy nadużycia oraz może doprowadzić do nadmiernego poziomu inwestycji w gospodarce. Niepokojący wydaje się fakt, że banki również nie doceniają ryzyka (w ich wypadku kredytowego) związanego z ewentualną niewypłacalnością kredytobiorców na skutek znacznej deprecjacji waluty krajowej (wywołanej na przykład przez odwrócenie się kierunku przepływów finansowych)¹⁴. Jest to skutkiem silnej wiary w rychłe przyjęcie przez kraje regionu wspólnej waluty, co może jednak nie nastąpić tak szybko, jak do tej pory planowano, szczególnie biorąc pod uwagę negatywne skutki globalnego kryzysu. Warto jednak podkreślić, że nie tylko system izby walutowej zachęca zagranicznych inwestorów do lokowania kapitału w tej części Europy. W krajach wschodzących także gospodarki z systemami elastycznego kursu walutowego mogą przyciągać kapitał spekulacyjny. Dzieje się tak na skutek tak zwanych zakładów (ang. *one-way bets*) na aprecjację¹⁵. Z drugiej strony kredytobiorcy w takiej sytuacji chętniej będą zaciągać zobowiązania z uwagi na malejącą wartość ich zadłużenia wyrażoną w walucie krajowej. Zachowania stadne mogą doprowadzić do kulminacji procesu i przyczynić się do przewartościowania waluty. Nagła deprecjacja prowadzi wtedy do znaczących strat i pojawienia się problemu niewypłacalności.

Rosnącej podaży środków finansowych towarzyszy również wzrastający popyt na kredyt związany z wieloma czynnikami. Przede wszystkim mowa tu o popycie inwestycyjnym (stanowiącym skutek wysokiej krańcowej produktywności kapitału w regionie) oraz konsumpcyjnym (będącym rezultatem procesu wygładzania konsumpcji, wynikającego z pozytywnych oczekiwań gospodarczych¹⁶ (zgodnie z hipotezami dochodu permanentnego czy cyklu życia), poprawiającej się sytuacji

¹³ C. Duenwald, N. Gueorguiev, A. Schaechter, *Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine*, IMF Working Paper WP/05/128, Waszyngton czerwiec 2005 r., s. 13.

¹⁴ Jeżeli bank centralny podejmie się obrony poziomu kursu walutowego, co powinno nastąpić w systemie izby walutowej, na skutek malejącej podaży pieniądza krajowego wzrosną stopy procentowe. Rezultat będzie podobny jak w przypadku deprecjacji waluty.

¹⁵ Na podstawie teorii ekonomicznej można przewidywać, że kurs walutowy w krajach przechodzących proces konwergencji ekonomicznej będzie się umacniał (choćby z powodu występowania efektu Samuelsona-Balassy, czy wciąż wyższych stóp procentowych w regionie). G. Schnabl, *Exchange Rate Volatility and Growth in Small Open Economies at the EMU Periphery*, „Economic Systems,” tom 32, wyd. 1, marzec 2008 r., s. 70–91.

¹⁶ Związanych również z przyspieszonym tempem wzrostu plac.

gospodarczej, czy czynników posttransformacyjnych¹⁷. Znaczące zapotrzebowanie na aktywa, głównie nieruchomości, jest efektem zbyt małej liczby nowych mieszkań oddawanych do użytku w okresie komunizmu oraz usunięcia przeszkód dotyczących nabywania ich własności. Niezwykle ważne jest zjawisko wejścia w dorosłość tak zwanego drugiego echa powojennego wyżu demograficznego, co doprowadzi do dalszego wzrostu popytu na nieruchomości i na kredyty oraz umacnianie się finansowej pozycji klasy średniej. Przy względnie sztywnej podaży będzie to skutkowało znacznym wzrostem cen, mogącym przypominać spekulację albo nawet się w nią przeradzającym, w momencie, gdy pojawi się podmiot chcący te warunki wykorzystać. Podobne efekty przynosi postępujący proces migracji ze wsi do miast w poszukiwaniu pracy, wynikający z niskiego poziomu zurbanizowania części krajów Europy Środkowo-Wschodniej w czasie komunizmu. Inflacja cen nieruchomości będzie też rezultatem wejścia na rynek setek inwestorów z Europy Zachodniej, którzy po zakończeniu okresu przejściowego zaczną szukać w regionie dogodnych inwestycji, czy po prostu miejsca zamieszkania na starość, oraz tysiocy młodych ludzi wracających z emigracji zarobkowej w zachodniej Europie. Wreszcie, adopcja *acquis communautaire* przyspieszyła usunięcie prawnych przeszkód dotyczących transakcji związanych ze zbyciem własności nieruchomości czy z finansowaniem tego procesu (między innymi dzięki umocnieniu instytucji hipoteki)¹⁸. Ostatnim czynnikiem jest procykliczna polityka rządu (dotycząca szczególnie krajów bałtyckich), objawiająca się w istnieniu różnorodnych ulg podatkowych związanych z nabywaniem nieruchomości (czy możliwości odliczenia od podatku kosztów odsetkowych kredytu), dopłatach do zaciąganych kredytów, a także gwarancjach państwowych (wraźnych albo domniemanych).

Następstwem długotrwałego boomu kredytowego nie jest wyłącznie bąbel spekulacyjny, którego pęknięcie skutkuje powstaniem kryzysu i recesji gospodarczej. W tym przypadku (zgodnie z założeniami teorii *boom and bust cycle*) dojdzie w końcu do odwrócenia trendu spadkowego PKB. Dużo dotkliwsze może okazać się pogorszenie konkurencyjności gospodarki, które ewentualnie doprowadzi do długoterminowego zmniejszenia się tempa wzrostu gospodarczego i stagnacji (jak w przypadku Hiszpanii, Portugalii i Irlandii, a zauważalne było już w krajach bałtyckich i Bułgarii)¹⁹. Jest to efekt sprzężenia zwrotnego pomiędzy spadającymi realnymi stopami procentowymi oraz boomem gospodarczym, co zostaje zapoczą-

¹⁷ Takich jak chęć rekompensaty za „chude lata” komunizmu, ogólna niska stopa oszczędności (np. w Polsce), szok związany ze wzrostem postrzeganego majątku podmiotów gospodarczych czy przesunięcia w optymalnym poziomie zadłużenia.

¹⁸ D. Mihaljek, Rapid Growth of Bank Credit in Central and Eastern Europe: the Role of Housing Markets and Foreign-Owned Banks, The Twelfth Dubrovnik Economic Conference organized by the Croatian National Bank, Dubrovnik 28.06–01.07.2006 r., s. 7.

¹⁹ S. Sirtaine, I. Skannelos, *Credit Growth in Emerging Europe. A Cause for Stability Concerns?*, World Bank Policy Research Working Paper No. 4281, Waszyngton lipiec 2007 r., s. 6.

kowe przez wzrost stopy inflacji ponad poziom wynikający z efektu Balassy-Samuelsona, a więc z szybszej poprawy wydajności w gospodarkach przechodzących proces konwergencji. Zjawisko to jest znacznie niebezpieczniejsze, gdy nominalna aprecjacja kursu waluty krajowej nie może doprowadzić do neutralizacji wzrostu poziomu inflacji, a więc w przypadku stosowania sztywnego kursu walutowego (na przykład w systemie izby walutowej), czy po przyjęciu wspólnej waluty europejskiej²⁰. Silny popyt oraz rosnący w jego wyniku poziom cen (przy nieelastycznej podaży) prowadzi do powstania presji płacowej. Podwyżka wynagrodzeń skutkuje natomiast wzrostem jednostkowych kosztów pracy, a ostatecznie spadkiem eksportu i wzrostem importu²¹.

2. ROZWÓJ SEKTORA BANKOWEGO W REGIONIE

Kryzys finansowy, który wybuchł w sierpniu 2007 roku w Stanach Zjednoczonych, był prawdziwym sprawdzianem wrażliwości systemów finansowych państw Europy Środkowo-Wschodniej. Jego transmisja na kontynent europejski doprowadziła do spadku produkcji oraz wzrostu stóp procentowych w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej, w związku z wycofywaniem się inwestorów do tak zwanych bezpiecznych przystani (ang. *safe heaven*), i, co za tym idzie, odwróceniem kierunku przepływów kapitałowych regionu. Wzrosło ryzyko projektów inwestycyjnych, a więc także różnica pomiędzy stopami oprocentowania depozytów i kredytów²². Kryzys naruszył również wiarygodność gospodarek regionu, tj. także rządów, co obrazuje wykres 1.

Już w 2006 roku poziom premii za ryzyko nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej zrównał się z jej wysokością w przypadku Grecji, Irlandii, Portugalii, Hiszpanii i Włoch bezpośrednio przed przystąpieniem do strefy euro²³. Stabilność sentymentu inwestorów w stosunku do tych gospodarek została jednak szybko zwyfikowana. Pogoń za płynnością i wycofywanie kapitału z regionu w obliczu kryzysu finansowego doprowadziły do wzrostu oprocentowania obligacji skarbowych (w niektórych państwach jego różnica w stosunku do obligacji członków strefy euro powiększyła się nawet kilkanaście razy). Przykład krajów bałtyckich, a w szczególności Łotwy, unaocznia możliwe konsekwencje boomu kredytowego w obliczu odwrócenia się sentymentu zagranicznych dostawców płynności. W normalnych warunkach gospodarczych ekspansja kredytowa może być traktowana jako dostoso-

²⁰ *Ibidem*, s. 1, 6.

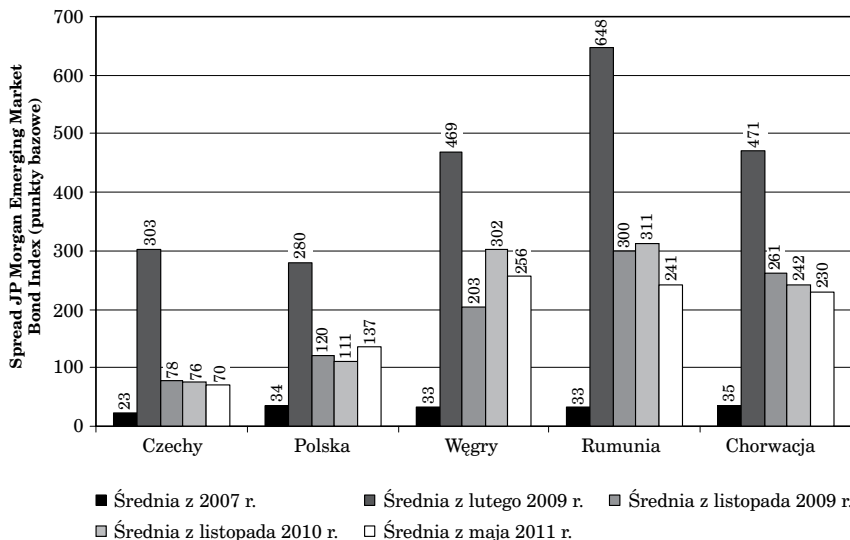
²¹ B. Eichengreen, K. Steiner, *Is Poland at...*, *op. cit.*, s. 3–4.

²² A. Hoffmann, *An Overinvestment Cycle...*, *op. cit.*

²³ F. Haas, N. Tamirisa, *Euro Area Policies: Selected Issues*, IMF Country Report No. 07/259, Waszyngton lipiec 2007 r., s. 26–27.

wanie wolumenu udzielanych kredytów do poziomu długoterminowej równowagi. Pojawiający się kryzys stanowi tak zwany *crash-test* gospodarki, czy znane z pokera stwierdzenie „sprawdzam”.

Wykres 1. Wybrane spready publicznych euroobligacji*



* Różnice oprocentowania w stosunku do rządowych obligacji państw strefy euro (o tym samym terminie zapadalności). Dla Czech jako przybliżenie służy dopłata do 5-letnich CDS-ów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: P. Mooslechner, P. Reading, M. Schürz, M. Würz (red.), *Financial Stability Report 18*, Oesterreichische Nationalbank, Wiedeń 2009, s. 15; P. Mooslechner, P. Reading, M. Schürz, M. Würz (red.), *Financial Stability Report 19*, Oesterreichische Nationalbank, Wiedeń 2010, s. 15; P. Mooslechner, P. Reading, M. Schürz, M. Würz (red.), *Financial Stability Report 20*, Oesterreichische Nationalbank, Wiedeń 2011, s. 18.

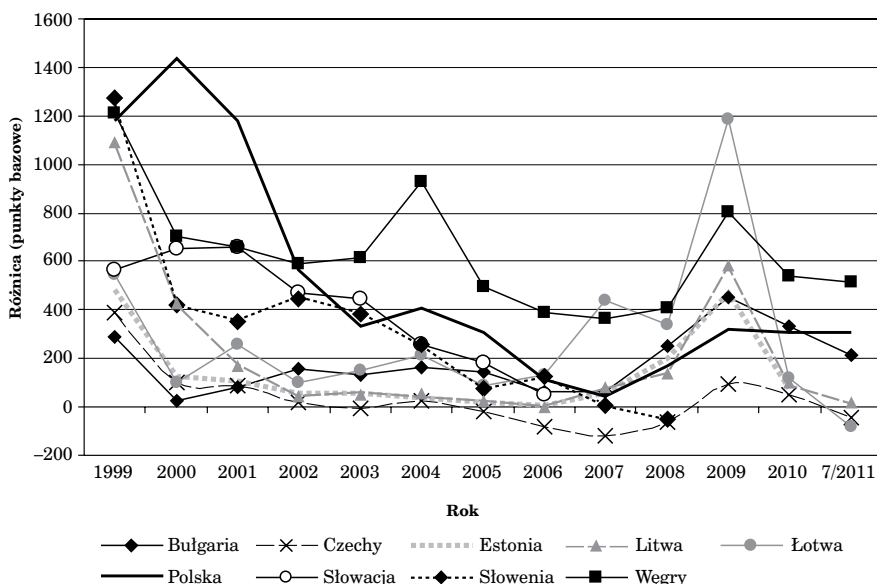
W literaturze przedmiotu czytamy, że w porównaniu do ich zachodnich odpowiedników sektor bankowy oraz rynki finansowe ogółem pozostają relatywnie zacofane, zarówno pod względem kapitalizacji jak i pośrednictwa finansowego. Obrazuje to urealniony poziom depozytów i aktywów banków, który w krajach Europy Środkowej (Polska, Węgry, Czechy, Słowacja i Słowenia) był w 2009 roku około dwu czy trzykrotnie niższy niż w strefie euro²⁴. Należy podkreślić, że udział banków w sektorze finansowym regionu jest dominujący i wynosi około 85% poziomu akty-

²⁴ Wynosił odpowiednio: 59,5% PKB dla depozytów (suma depozytów do sumy PKB; w strefie euro 123,3%) oraz 104,6% PKB dla aktywów (suma aktywów do sumy PKB; 335,5%). Dla państw bałtyckich odpowiednie średnie współczynniki wyniosły 59,8% oraz 131,6%. Obliczenia własne na podstawie: Europejski Bank Centralny, EU Banking Structures September 2010,

wów²⁵. Rynki kapitałowe są stosunkowo słabo rozwinięte, co implikuje, że głównym zewnętrznym źródłem kapitału jest kredyt bankowy.

Pomimo niższego poziomu produkcji (a również zakumulowanego kapitału produkcyjnego) stopy oprocentowania kredytów (w walutach krajowych) w regionie kształtują się na poziomie zbliżonym do odpowiadających im stóp procentowych w strefie euro. Zostało to zobrazowane na wykresie 2. Zjawisko to jest doskonale widoczne na przykładzie państw bałtyckich oraz Bułgarii, w których kurs walut narodowych jest usztywniony w stosunku do euro. Dodatkowo, z uwagi na wyższy poziom inflacji w regionie niż na zachodzie Europy, spowodowany między innymi występowaniem efektu Samuelsona-Balassy, stopy realne są jeszcze niższe, często przekraczając poziom ich odpowiedniczek w krajach Unii Gospodarczej i Walutowej.

Wykres 2. Różnica poziomu trzymiesięcznych stóp międzybankowych w Europie Środkowo-Wschodniej i w strefie euro w latach 1999–2011



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database, 12.09.2011.

EBC, Frankfurt nad Menem wrzesień 2010 r., s. 35, 39; Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database (dostęp: 12.09.2011 r.).

²⁵ S. Sirtaine, I. Skamnelos, *Credit Growth in Emerging Europe. A Cause for Stability Concerns?...*, *op. cit.*, s. 6.

Wykres 2. obrazuje jednak, że wzrost ryzyka w regionie (doskonałym przykładem jest Łotwa, gdzie opisywana różnica urosła aż do 2002 punktów bazowych w czerwcu 2009 roku) może doprowadzić do powiększenia się różnicy pomiędzy stopami.

Duży wzrost wolumenu kredytów udzielanych w walutach zagranicznych jest równoznaczny z pogłębianiem się negatywnego bilansu obrotów bieżących²⁶. Do roku 2008 gospodarki w regionie wykazywały znaczące negatywne bilanse handlowe, dochodzące do 20% w 2007 roku (w Bułgarii 25,2%, w Estonii 16,9%, na Litwie 14,5%, a na Łotwie 22,4%), których wielkość była pochodną głównie napływu spekulacyjnego kapitału portfelowego i kredytów. Jednakże od początku 2008 roku widoczne było u nich odwrócenie się trendu, związane z wycofywaniem tych krótkoterminowych kapitałów. W latach 2009 i 2010 kraje te wykazywały dodatnie saldo bilansu obrotów bieżących²⁷.

Wszystkie wymienione wyżej czynniki stały się podstawą wzmożonej akcji kredytowej. Jej graficzna prezentacja zawarta jest na wykresie 3.

Różnice w dynamice ekspansji kredytowej (por. wykres 3) wynikają ze zróżnicowanego poziomu rozwoju instytucji i regulacji, czynników strukturalnych, poziomu rozwoju samych rynków, czy polityki władz. Na przykład w Czechach i na Słowacji pod koniec lat 90. duża liczba kredytów była nieobsługiwana. Spadek wolumenu kredytów na początku bieżącego dziesięciolecia był więc efektem oczyszczania portfeli banków. W państwach bałtyckich i na Węgrzech akcja kredytowa była napędzana przez politykę rządów, wspierających kupno nowych mieszkań poprzez zwolnienia od podatków, dopłaty, czy gwarancje zaciąganych zobowiązań.

Około 50% całego wzrostu w regionie zdeterminowane jest rosnącym finansowaniem potrzeb mieszkaniowych gospodarstw domowych. W latach 2004–2008 wolumen udzielonych kredytów na zakup nieruchomości wzrósł w regionie ponad 5 razy (w Polsce 5,3, na Łotwie 5,4, a na Litwie 6)²⁸. Znacząca część tego wzrostu była finansowana za granicą, co przy stabilnym poziomie depozytów walutowych doprowadziło do powstania znaczącego niedopasowania pozycji walutowej gospodarstw domowych (ang. *currency mismatch*). Mimo że banki przeniosły ryzyko walutowe na kredytobiorców, zostały narażone na znaczące ryzyko kredytowe,

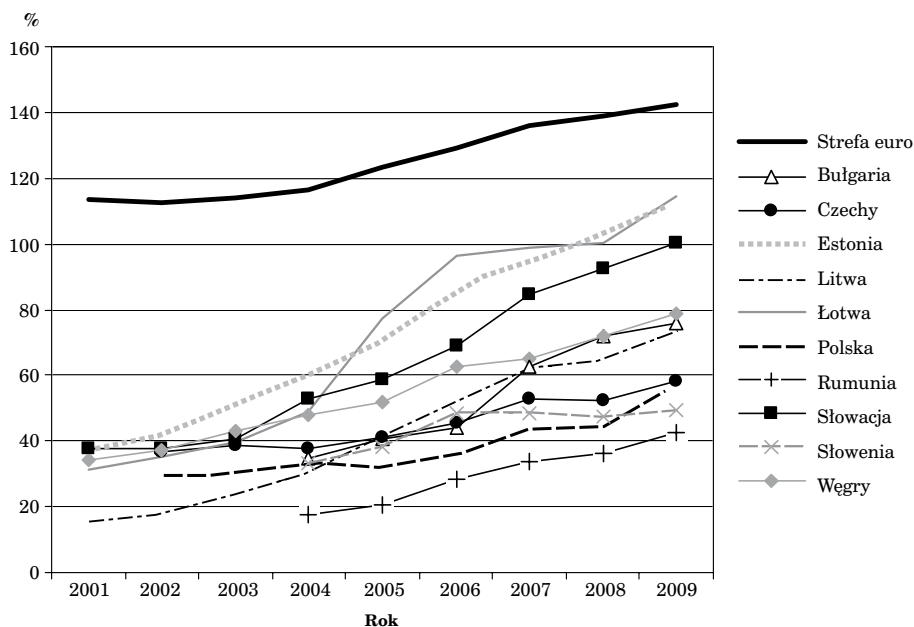
²⁶ Por. P. Mooslechner, P. Reading, M. Schürz, M. Würz (red.), *Financial Stability Report 18*, *op. cit.*, s. 17.

²⁷ Oprócz Bułgarii. Obliczenia własne na podstawie: Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database (dostęp: 12.09.2011 r.). Należy podkreślić, że w części państw determinantą deficytu bilansu obrotów bieżących był deficyt budżetowy (Czechy, Polska, Węgry, Słowacja). Natomiast w krajach bałtyckich oraz Bułgarii nadwyżka budżetowa prowadziła do redukcji luki wynikającej z zadłużania się sektora prywatnego. P. Luengnaruemitchai, S. Schadler, *Do Economists' and Financial Markets' Perspectives on the New Members of the EU differ?*, IMF Working Paper WP/07/65, Waszyngton marzec 2007 r., s. 8.

²⁸ Od 2009 roku widoczne jest spowolnienie akcji kredytowej w regionie. Obliczenia własne na podstawie: Europejski Bank Centralny, *Structural Indicators...*, *op. cit.*, s. 6.

związane z ewentualną niewypłacalnością podmiotów gospodarczych w wypadku znacznej deprecjacji waluty krajowej. Jednakże od początku zeszłej dekady nastąpił znaczny spadek udziału nieobsługiwanych pożyczek w ogóle należności banków, co jeszcze wzmacniało motywację menedżerów do rozszerzania akcji kredytowej²⁹.

Wykres 3. Zmiana stosunku poziomu kredytów do PKB w latach 2001–2009*



* Kredyt do PKB w cenach rynkowych. Dane od: 2001 r. (Estonia, Litwa, Łotwa, Słowenia, Węgry, strefa euro), 2002 r. (Czechy, Polska) i 2004 r. (Bułgaria, Rumunia, Słowacja). Obliczenia na podstawie danych w euro. Krótsze szeregi czasowe dla Bułgarii, Czech, Polski, Rumunii i Słowacji z uwagi na brak danych w podobnej klasyfikacji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database (dostęp: 12.09.2011 r.), Europejski Bank Centralny, EU Banking Structures September 2010, EBC, Frankfurt nad Menem wrzesień 2010 r., s. 39; Europejski Bank Centralny, Structural Indicators for the EU banking sector, EBC, Frankfurt nad Menem styczeń 2010, s. 8; Europejski Bank Centralny, EU Banking Structures October 2007, EBC, Frankfurt nad Menem październik 2007 r., s. 56, 63 oraz Europejski Bank Centralny, EU Banking Structures October 2005, EBC, Frankfurt nad Menem październik 2005 r., s. 53, 61.

²⁹ M. Festić, S. Repina, A. Kavkler, *The overheating of five UE new member states and cyclicity of systemic risk in the banking sector*, „Journal of Business, Economics and Management”, tom 10, wyd. 3, czerwiec 2009 r., s. 224–225.

W Polsce, po dość pasywnym pod tym względem początku wieku (co było związane z recesją gospodarczą i spadkiem wielkości nakładów brutto na środki trwałe), lata 2006–2008 charakteryzowały się wzmożoną akcją kredytową banków. Także w tym przypadku głównym motorem napędowym były kredyty udzielane gospodarstwom domowym, ze szczególnym uwzględnieniem tych na cele mieszkaniowe (w Polsce głównie kredytów hipotecznych)³⁰. Wśród nowych kredytów mieszkaniowych znaczący udział miały te denominowane we frankach szwajcarskich i euro. Również przedsiębiorstwa z sektora niefinansowego zadłużały się najchętniej w obcych walutach³¹. Należy przy tym podkreślić, że banki w Polsce, zwiększając swoją akcję kredytową, finansowały się w dużej skali za granicą³².

Akcji kredytowej towarzyszył znaczący wzrost cen nieruchomości, wywołany zarówno czynnikami popytowymi, jak i podażowymi. Niemniej jednak, abstrahując od wielkości inflacji aktywów, trzeba zaznaczyć, że w literaturze uwypuklany jest fakt, że ceny domów w naszym kraju, wyrażone jako część dochodu do dyspozycji, były w 2008 roku najniższe w całej Unii Europejskiej. Co więcej, udział kredytów hipotecznych w całości finansowania gospodarstw domowych był w 2008 roku najniższy, z wyjątkiem Czech. W roku 2006, a więc przed opisywanym okresem wyraźnego wzrostu tempa ekspansji kredytowej w Polsce, wartość tych kredytów jako ułamek PKB był niższy tylko w Rumunii i Słowenii. Słowenię charakteryzowało wolniejsze tempo wzrostu tego współczynnika między rokiem 2002 a 2006³³. Pokazuje to, że istnieje jeszcze znaczny potencjał dostosowawczy rynku nieruchomości do poziomu ogólnounijnego, co może przyczynić się do wybuchu boomu kredytowego w następnych latach.

Mimo nakreślonych tendencji, należy podkreślić, że gospodarki regionu charakteryzuje niskie zadłużenie podmiotów gospodarczych, co jest fenomenem procesu transformacji ustrojowej. W okresie komunizmu zadłużanie się gospodarstw domowych było niemożliwe, a prywatne firmy praktycznie nie istniały. Natomiast

³⁰ Obliczenia własne na podstawie: Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Sektor bankowy. Podstawowe dane 12/2007, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2008, s. 2; Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Sektor bankowy. Podstawowe dane 12/2009, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010, s. 2.

³¹ Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Republic of Poland, IMF Country Report No. 09/266, Waszyngton 2009, s. 12.

³² Od końca 2005 r. do kwietnia 2009 r. zagraniczne aktywa banków polskich zmalały o około 10 mld euro. W tym samym czasie zobowiązania wzrosły o około 30 mld. W podobnym czasie (od końca marca 2006 r. do końca marca 2009 r.) wolumen kredytów wzrósł o ponad 360,6 mld złotych. Zmiana ta wynosi, po przeliczeniu na euro (po kursie z ostatniego dnia roboczego marca 2006 i 2009 roku), prawie 65,6 mld euro. Można się więc pokusić o wniosek, obarczony zapewne nieznacznym błędem (gdyż nie cała zmiana pozycji walutowej banków odzwierciedla wzrost akcji kredytowej), że około 61% ekspansji kredytowej banków w badanym okresie było finansowane napływem kapitałów z zagranicy. *Ibidem*.

³³ B. Eichengreen, K. Steiner, *Is Poland at Risk...*, *op. cit.*, s. 12.

wielkie przedsiębiorstwa państwowe zostały oddłużone wraz z procesem restrukturyzacji, bądź upadły.

Wciąż pozostał znaczący dystans do nadrobienia w celu osiągnięcia poziomu ekspansji kredytowej krajów strefy euro. Niemniej jednak już teraz występuje duża luka pomiędzy wartością udzielonych kredytów i depozytów. W 2009 roku omawiany współczynnik wynosił w strefie euro 115,3%. W państwach bałtyckich natomiast kształtował się na poziomie około 155–164% (odpowiednio: Estonia 155,3%, Litwa 158,4%, Łotwa 163,4%)³⁴. W Polsce omawiany współczynnik kształtował się w tym okresie na poziomie 102,4%³⁵. Bardzo wysoki poziom współczynnika udzielonych kredytów do przyjętych depozytów oznacza w omawianym przypadku silne oparcie wzrostu wolumenu kredytów na źródłach finansowania pochodzących z zagranicy³⁶. Dodatkowo, w przypadku Łotwy duża część depozytów pochodzi od obywateli państw należących do Wspólnoty Niepodległych Państw. Są one reinwestowane w Europie Zachodniej, co daje podstawy do jeszcze gorszego postrzegania łotewskiego współczynnika³⁷. Znaczenie finansowania luki pomiędzy depozytami i kredytami przez napływ zagranicznego kapitału, czy to w formie pożyczek od banków matek, czy inwestycji portfelowych w papiery wartościowe, rośnie w przypadku zadłużenia w walutach zagranicznych. Przykład Polski pokazuje (z przełomu lat 2008/2009), że fluktuacje kursu walutowego, przy niezrównoważonej pozycji walutowej podmiotów gospodarczych, mogą przyczynić się do znacznego (najczęściej jednak krótkoterminowego) wzrostu zadłużenia. Jest to zjawisko niebezpieczne, jeśli wartość zobowiązań zagranicznych banków krajowych przekracza ich zagraniczne

³⁴ Obliczenia własne na podstawie: Europejski Bank Centralny, *Structural Indicators...*, *op. cit.*, s. 8; Europejski Bank Centralny, *EU Banking Structures October 2007*, *op. cit.*, s. 56 oraz Europejski Bank Centralny, *EU Banking Structures October 2005*, *op. cit.*, s. 53. Należy jednak podkreślić, że w literaturze oraz wydawnictwach specjalistycznych prezentowane są różnorodne wartości omawianego współczynnika. Większość z nich potwierdza otrzymane wyniki. Zdarzają się jednak i takie, w których przedstawiane są inne obliczenia (poziom współczynnika w przypadku Łotwy przekracza w nich 300%). Przykładowo są to: C.B. Rosenberg, M. Tirpák, *Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU*, „Czech Journal of Economics and Finance”, tom 59, wyd. 3, sierpień 2009 r., s. 216–228. Niestety, autorowi nie są znane metody obliczeniowe zastosowane w tych artykułach. Dlatego przedstawione w pracy wyniki zostały oparte na ilorazie danych dotyczących całkowitych kredytów oraz depozytów w państwach regionu pochodzących z wydawnictw Europejskiego Banku Centralnego (w euro).

³⁵ Obliczenia własne na podstawie: Europejski Bank Centralny, *EU Banking Structures September 2010*, *op. cit.*, s. 39. W tym samym czasie współczynnik ten, obliczany w złotych, wynosił 112,1%, co wskazuje na istniejące znaczne ryzyko kursowe i bardzo duże niedopasowanie pozycji walutowej. Obliczenia własne na podstawie: Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Sektor bankowy. Podstawowe dane 12/2009, *op. cit.*, s. 3.

³⁶ M. Stokes, *Eastern Europe: The Makings Of A Cross-Border Banking Nightmare?*, http://www.roubini.com/euro-monitor/255682/eastern_europe_the_makings_of_a_cross-border_banking_nightmare (dostęp: 23.02.2009 r.).

³⁷ M. Festić, S. Repina, A. Kavkler, *The overheating...*, *op. cit.*, s. 223.

aktywa. Zagrożenie to jest tym większe, im mniejsze są kapitały własne banków. Tymczasem ekspansja kredytowa doprowadziła do pogorszenia się współczynnika wypłacalności w sektorze³⁸. Spadek jego wartości został zahamowany dopiero przez spowolnienie tempa wzrostu akcji kredytowej, mające miejsce w obliczu kryzysu finansowego.

Warto zaznaczyć, że ekspansja kredytowa w regionie w znacznej mierze odzwierciedla rozwój lokalnych rynków nieruchomości oraz niską bazę początkową³⁹. Koszty finansowania są redukowane dzięki (głównie spekulacyjnemu) wzrostowi rentowności i jakości aktywów. Jednakże rośnie w ten sposób ryzyko walutowe, ponieważ pożyczki zagraniczne są popularne szczególnie wśród gospodarstw domowych, które nie są zabezpieczone przed ryzykiem kursu walutowego.

Na koniec należy podkreślić, że sytuacja Polski nie kształtuje się negatywnie na tle państw regionu. Dobrym predykatorem zbliżania się kryzysu finansowego jest rosnący poziom dźwigni finansowej. Mimo niewielkiego wzrostu w 2008 roku, jej wartość jest wciąż niska w porównaniu nie tylko do państw rozwiniętych Europy Zachodniej, ale również Europy Wschodniej, a także rozwijających się gospodarek Azji i obu Ameryk⁴⁰. Niskie zadłużenie polskich przedsiębiorstw jest skutkiem preferowania przez nie finansowania wewnętrznego, co zostało już zauważone wcześniej. Warto nadmienić, że gospodarstwa domowe również charakteryzują się stosunkowo niskim poziomem zadłużenia⁴¹. Do tej pory kredyty były zaciągane w znacznej mierze przez najbogatsze z nich, w związku z czym nie występował wyraźny problem związany z niespłacaniem zobowiązań. Ponadto od roku 1999 do 2006 roku wartość średniego obciążenia obsługą zadłużenia polskich gospodarstw (a także mediany) spadła, co było skutkiem spadku stóp procentowych, wydłużenia okresu kredytowania oraz wzrostu udziału kredytów denominowanych w walutach obcych (połączonego z aprecjacją złotego)⁴². Problem może się pojawić w przypadku dalszej ekspansji kredytowej, gdy dostęp do finansowania w tej formie uzyskają klienci mniej zamożni.

³⁸ Ze względu na to, że wzrost sumy aktywów obciążonych ryzykiem jest finansowany w dominującej mierze z rosnących zobowiązań.

³⁹ D. Mihaljek, *Rapid Growth...*, *op. cit.*, s. 2–3.

⁴⁰ Międzynarodowy Fundusz Walutowy, *Republic of Poland...*, *op. cit.*, s. 25.

⁴¹ S. Zajączkowski, D. Żochowski, *Housing Loans Growth, Foreign Currency Risk and Supervisory Response: the Polish Case*, referat zaprezentowany na konferencji „Monetary Policy Challenges Resulting from Rapid Credit Growth in Converging Economies”, Narodowy Bank Polski, Warszawa 22–23 listopada 2009 r., s. 4.

⁴² *Ibidem*, s. 10.

3. POLITYKI PIENIĘŻNA I NADZORCZA WOBEC NIESTABILNOŚCI SEKTORA BANKOWEGO

Nadmierna ekspansja kredytowa może doprowadzić albo do miękkiego lądowania (ang. *soft landing*), dominującego wśród historycznych przykładów boomów kredytowych albo do kryzysu finansowego. Przykładem twardego lądowania (ang. *hard landing*), a więc drugiej wersji obrotu zdarzeń, jest Łotwa.

Można pokusić się o uogólnienie, że generalnie występują dwa podstawowe typy ryzyk: makroekonomiczne związane z błędną alokacją czynników wytwórczych, będącą skutkiem inflacji, a w szczególności nadmiernego wzrostu cen aktywów, co przyczynia się do spadku tempa wzrostu gospodarczego i korekty oczekiwań gospodarstw domowych⁴³, oraz te dotyczące stabilności systemu finansowego i pozycji banków, a także innych instytucji sektora. W przypadku pojawienia się zagrożeń pierwszego rodzaju należy liczyć się z interwencją ze strony rządu oraz banku centralnego. Gdy narażona jest stabilność sektora finansowego, zareagować powinien nadzór, a główną rolę odgrywać będą regulacje ostrożnościowe (przy czym mowa nie tylko o tych na poziomie mikro-, ale także makroekonomicznym).

W przypadku bardzo szybkiego tempa ekspansji kredytowej ciężko jest jednak odróżnić ryzyka makroekonomiczne od tych związanych z pogarszającymi się wskaźnikami ostrożnościowymi, co prowadzi do problemów dotyczących wyboru odpowiedniego rodzaju działań. Co więcej, nie istnieje (a przynajmniej nie jest powszechnie wykorzystywana) konkretna miara, która mogłaby alarmować o wystąpieniu boomu kredytowego. Ponadto wiele przyczyn jest zdeterminowanych przez czynniki właściwe dla konkretnego kraju, a wartość wskaźników, jakich osiągnięcie może wzbudzić niepokój wśród obserwatorów, wykazuje znaczące różnice w zależności od analizowanej gospodarki. Rozmiar ewentualnego boomu kredytowego zależy zaś od struktury systemu finansowego w danym kraju i stopnia jego regulacji. Należy podkreślić, że ryzyka z nim związane pojawiają się dopiero w dalszych jego fazach, a ich przewidzenie *ex ante* jest niezmiernie trudne. W związku z tym istotna jest zmiana rodzajów wskaźników ostrzegawczych. Rozważona powinna być jednak kwestia weryfikacji założeń modeli pomiaru ryzyka poprzez zwiększenie roli ryzyk skrajnych (ang. *tail risks*) oraz poprawność podstawy ekonomicznej modeli w postaci założenia o racjonalnych oczekiwaniach podmiotów gospodarczych⁴⁴.

⁴³ P. Backé, C. Wójcik, *Catching-up and Credit Booms in Central and Eastern European EU Member States and Acceding Countries: An Interpretation within the New Neoclassical Synthesis Framework*, CESifo Working Paper No. 1836, październik 2006 r., s. 25.

⁴⁴ P. de Grauwe, *The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies*, CEPS Policy Brief No. 178, listopad 2008 r., s. 1, 6–7; C. Borio, C. Furfine, P. Lowe, C. Furfine, P. Lowe, *Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options*, „BIS Papers” No. 1, Bazylea 1 marca 2001 r., s. 8–9.

3.1. Instrumenty banku centralnego w walce z nierównowagami sektora

Abstrahując od metod przewidywania wystąpienia kryzysu, należy skupić się na możliwościach prewencyjnego oddziaływania na instytucje finansowe stojące za naruszeniem stabilności sektora finansowego⁴⁵. Rozważając rolę banku centralnego wskazuje się na kwestię ewentualnego zacieśnienia polityki pieniężnej w celu ograniczenia bazy monetarnej oraz wysokości mnożnika kredytowego. Podniesienie stóp procentowych czy obniżenie podaży pieniądza mogą zostać w takiej sytuacji wsparte podwyższeniem poziomu rezerwy obowiązkowej. Kluczowa może okazać się również zmiana sposobu jej naliczania, w wyniku której większy nacisk zostanie położony na zobowiązania wyrażone w walutach obcych. Na koniec, władze tej instytucji mogą doprowadzić do wykształcenia się obligatoryjnej rezerwy odprowadzanej od pożyczek udzielanych w walutach obcych.

Powyżej nakreślone działania cechuje jednak wątpliwa efektywność. Po pierwsze, od co najmniej 20 lat mamy do czynienia z przejściem od problemów związanych ze zobowiązaniami banków (depozytami) do tych związanych z aktywami (kredytami). Zagrożeniem nie jest więc (w takim stopniu jak było wcześniej) „run na banki”, ale niewypłacalność kredytobiorców i spadek jakości portfela kredytowego. Co istotne, przykład krajów skandynawskich z początku lat 90. pokazuje, że pojawienie się problemów związanych z aktywami banków jest trudne do przewidzenia. Przy kreacji pieniądza bankowego (kredytowego) wymagany poziom rezerwy obowiązkowej nie odgrywa już tak znaczącej roli, ponieważ akcja kredytowa jest w coraz mniejszym stopniu finansowana z depozytów, a jeżeli nawet, to banki są w stanie w łatwy i tani sposób się refinansować⁴⁶. Podobnie finansowanie zagraniczne redukuje wpływ podaży pieniądza banku centralnego na wysokość wolumenu udzielonych kredytów. Wszystko to wskazuje na występowanie znaczących słabości w kanale transmisji monetarnej. Ponadto, reakcja banku centralnego bę-

⁴⁵ Niedawny kryzys finansowy pokazał, że bardziej wskazane jest przeciwdziałanie wybuchowi kryzysu niż usuwanie jego skutków.

⁴⁶ Dzieje się tak w trakcie wzrostu gospodarczego. Niemniej jednak recesja, a szczególnie szoki, mogą doprowadzić do nowego rodzaju zagrożenia, jakim jest zanik płynności na rynkach, na których banki refinansują akcję kredytową. Dlatego bank centralny powinien doprowadzić do wprowadzenia wymagań związanych z płynnością w bankach, a konkretnie z poziomem płynnych aktywów zabezpieczających wypłacalność w przypadku likwidowania depozytów przez depozytariuszy i inne podmioty finansujące wzrost aktywów. Procykliczność wymagań nadzorczych (w szczególności wynikający z nich mechanizm wzmocnienia pogarszania się sytuacji banków w wyniku szoków powodujących spadek współczynnika wypłacalności kredytowej) wskazuje na konieczność zastosowania w takim przypadku innych wymogów, przede wszystkim tych dotyczących poziomu płynności. Por. R. Cifuentes, G. Ferrucci, H.S. Shin, *Liquidity risk and contagion*, „Journal of the European Economic Association”, tom 3, wyd. 2–3, kwiecień–maj 2005 r., s. 556–566.

dzie charakteryzowała się pewnym opóźnieniem (powiększonym o czas przebiegu procesu transmisji monetarnej). Małe zmiany wysokości stóp procentowych nie wywołają pożądanych rezultatów w gospodarce, z uwagi na znacznie wyższe stopy zwrotu oczekiwane przez spekulantów. Większe wahania mogą natomiast prowadzić do recesji.

Kolejne problemy wiążą się z członkostwem w organizacji gospodarczej jaką jest Unia Europejska, oraz z przyjęciem wspólnej waluty⁴⁷. W takim przypadku kontrakcja monetarna zakończy się tylko, i aż, zmianą struktury walutowej nowo udzielanych kredytów. Zjawisko to jest wspierane postępującą euroizacją gospodarek, wyraźnie widoczną szczególnie w przypadku państw małych, nie dysponujących silną walutą krajową. Warto zaznaczyć, że nawet przy zmiennym kursie walutowym, władze monetarne nie wykorzystują chętnie polityki pieniężnej. Jest to spowodowane znacznymi wahaniami kursu wymiennego, do jakich dochodzi w wyniku zmian poziomu stóp procentowych⁴⁸. Po wstąpieniu do strefy euro (przed dopełnieniem procesu realnej konwergencji) polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego nie będzie w stanie odpowiedzieć na wzrost produktywności w nowych państwach członkowskich, który poprzez kanał popytowy doprowadzi do zwiększenia się poziomu inflacji (czego rezultatem może okazać się boom kredytowy). W przypadku wystąpienia boomów kredytowych nie posłuży ona jako instrument stabilizujący, z uwagi na minimalne, a nawet nieistotne konsekwencje takich zdarzeń dla gospodarki całej Unii (zsumowana ekspansja kredytowa w Czechach, na Węgrzech i w Polsce w latach 2006–2009 wyniosła 1,1% ogółu wolumenu kredytów w całej strefie euro w roku 2006)⁴⁹. W takiej sytuacji rolę polityki pieniężnej będą musiały przejąć polityka fiskalna oraz regulacje ostrożnościowe dotyczące funkcjonowania rynków finansowych.

Należy podkreślić, że ewentualny boom kredytowy może nie dotyczyć całej gospodarki, ale poszczególnych jej sektorów. Reakcja władz monetarnych wywrze natomiast wpływ na funkcjonowanie wszystkich podmiotów gospodarczych, co nie zawsze jest rozwiązaniem pożądanym z punktu widzenia danego państwa.

W związku z powyższym, politykę banku centralnego należy nakierować na stabilizację takich czynników jak marża odsetkowa. Mogą do tego służyć wysoka premia za ryzyko, koszty transakcyjne i operacyjne czy system podatkowy. Oczywiście, w celu zahamowania ekspansji kredytowej poziom marży odsetkowej musi być

⁴⁷ Brak ograniczeń w przepływie kapitału, będący jednym z fundamentów Unii, szczególnie, gdy jest połączony z systemem sztywnego kursu walutowego, redukuje efektywność prowadzonej polityki pieniężnej, ponieważ w przypadku jej zacieśniania prowadzi do napływu kapitału zagranicznego zachęconego wyższymi krajowymi stopami procentowymi, co w efekcie jeszcze bardziej wzmacnia ekspansję kredytową.

⁴⁸ A. Sławiński, *Znaczenie czynników ryzyka towarzyszących wchodzeniu Polski do ERM2 i do strefy euro*, Referat na Kongres Ekonomistów Polskich, Warszawa 29–30 listopada 2007 r., s. 8.

⁴⁹ Europejski Bank Centralny, *EU Banking Structures* September 2010, *op. cit.*, s. 39.

odpowiednio wysoki. Jednakże konkretna wysokość, na jakiej należy ją utrzymywać, nie jest znana. Do podwyższenia premii za ryzyko można również wykorzystać politykę kursu walutowego. Zwiększenie jego elastyczności doprowadzi do wzrostu oczekiwanej premii za ryzyko walutowe, co w efekcie spowoduje wzrost kosztu kredytów denominowanych w walutach obcych i może zahamować ekspansję tego rodzaju finansowania.

Innym godnym uwagi pomysłem jest wprowadzenie antycyklicznego, ostrożnościowego opodatkowania kredytów czy płatności odsetkowych (ang. *prudential taxation*). Środki z niego pochodzące mogłyby być gromadzone w specjalnym funduszu, który ewentualnie służyłby później do redukcji negatywnych skutków związanych z problemami banków⁵⁰.

3.2. Nadzorcze uwarunkowania stabilizacji sektora bankowego

Coraz częściej wskazuje się na znaczenie działań nadzorczych i regulacyjnych, które stają się równorzędnymi w stosunku do polityki pieniężnej. Dotychczas przyjmowano, że z uwagi na fakt, iż służą one do utrzymywania stabilnego i zdrowego sektora bankowego, nie powinny być wykorzystywane *explicite* do zwalczania nierównowag gospodarczych⁵¹. Miały one służyć wyłącznie do utrzymywania stabilności i pewności rynku przy wysokim wzroście kredytów (ang. *drive safely at high speed*), polegającym na redukowaniu wrażliwości i tworzeniu buforów bezpieczeństwa. Mogły ewentualnie pomagać przy przygotowaniu się na moment kryzysowy (ang. *prepare for the curve ahead*) poprzez zabezpieczenie jakości aktywów bankowych, wzmocnienie pozycji finansowej banków oraz zapewnienie stabilności sektora⁵². Jednak, obecnie, wraz z postępem debaty dotyczącej kształtu przyszłych ram instytucjonalnych rynków finansowych, coraz częściej wskazuje się na rolę, jaką

⁵⁰ O. Jeanne, *Dealing with Credit Booms and Busts: the Case for Prudential Taxation*, uwagi na konferencji „Building an International Monetary and Financial System for the 21st Century: Agenda for Reform”, Peterson Institute for International Economics, Nowy Jork listopad 2008 r.

⁵¹ R. Bems, P. Schellekens, *Finance and Convergence: What's Ahead for Emerging Europe*, „IMF Working Paper” No. WP/07/244, Waszyngton listopad 2007 r., s. 4.

⁵² Badania ekonomiczne wykazują, że banki w krajach z silniejszą regulacją statystycznie lepiej poradziły sobie z kryzysem finansowym. Nie wolno jednak zapominać, że uregulowania powinny mieć swoje granice i nie mogą zastępować działań wolnego rynku, ale poprawiać jego niedoskonałości. A. Beltratti, R.M. Stulz, *Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study on the impact of governance and regulation*, „NBER Working Paper” No. 15180, Cambridge lipiec 2009 r., s. 21.

nadzór bankowy może odegrać nie tylko przy polityce makroostrożnościowej, ale także makrostabilizacyjnej⁵³.

Wśród działań nadzorczych na pierwszym miejscu należy wymienić zmiany w poziomie, jak i sposobie obliczania współczynnika adekwatności kapitałowej. Wartość referencyjna tego współczynnika, wprowadzona w Nowej Umowie Kapitałowej, może nie być dostosowana do małych gospodarek państw przechodzących proces konwergencji ekonomicznej, ale do dużych gospodarek zachodnich. Co więcej, nie powinna ona zależeć wyłącznie od czynników mikro-, ale również makroekonomicznych. Kluczowa wydaje się zmiana wag ryzyka przypisywanych konkretnym rodzajom należności bankowych, a w szczególności wyrażonym w walutach obcych. Możliwe jest także aktualizowanie wartości współczynnika adekwatności kapitałowej o wysokość zmiany poziomu Produktu Krajowego Brutto. Niezmiernie ciekawym pomysłem jest również wykorzystanie współczynnika adekwatności kapitałowej (a konkretnie jego wysokości) do wpływania na akcję kredytową banków na zasadach podobnych do tego, jak stopami procentowymi kierują banki centralne⁵⁴.

Wskaźnik utrzymywanych rezerw może zostać podniesiony poprzez odpowiednią politykę podatkową, dotyczącą na przykład możliwości odliczenia od podatku strat wynikłych z nieodzyskania należności kredytowych. Pomysł ten jest o tyle ciekawy, o ile to właśnie procykliczność działalności kredytowej przyczynia się do powstania największych problemów, powodując, że w czasie ekspansji niedoceniane i niedoszacowywane są ryzyka z nią związane. Nowa Umowa Kapitałowa wprowadziła procykliczne regulacje, które prowadzą do napędzania ekspansji kredytowej w okresach wzrostu gospodarczego⁵⁵. Poza tym, dyskrecjonalne reakcje nadzorców nie pomagają w redukcji procyklicznego z natury boomu kredytowego. W takiej sytuacji niezbędne jest wprowadzenie automatycznych standardów regulacyjnych. Interesującym sposobem ograniczenia, czy wręcz eliminacji zagrożeń związanych z procyklicznością akcji kredytowej banków, jest dynamiczne kształtowanie warto-

⁵³ Argumenty za takim stanowiskiem zob. w: A. Sławiński, T. Chmielewski, *Przesłanki i możliwości wykorzystywania instrumentów nadzorczych do przeciwdziałania niestabilnym boomom kredytowym*, referat zaprezentowany na seminarium pt. „Dobre rządzenie,” Kraków 12 stycznia 2011 r.

⁵⁴ Nie prowadziłoby to do budowania buforów bezpieczeństwa, mających chronić banki przed skutkami kryzysu, ale skutkowałoby ograniczeniem akcji kredytowej, a więc oddaleniem perspektywy wybuchu kryzysu. Oczywiście ustalenia wymagałyby kwestie, kto i na jakich zasadach wartością owego współczynnika miałby sterować. M. Brunnermeier, A. Crockett, Ch. Goodhart, A.D. Persaud, H.S. Shin, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy 11, International Center for Monetary and Banking Studies, Londyn listopad 2009 r.

⁵⁵ Przykłady zob. w: G. Caprio Jr., *Safe and Sound Banking. A Role for Countercyclical Regulatory Requirements?*, World Bank Policy Research Working Paper No. 5198, Waszyngton luty 2010 r., s. 2, 7.

ści rezerw (ang. *dynamic provisioning*). Wzrost ich wartości w czasie boomu może służyć jako samodzielny stabilizator. Niestety, w regionie nie ma długich stabilnych serii danych, które mogłyby pomóc w zbudowaniu właściwych modeli i określeniu konkretnych wskaźników regulacyjnych. Można jednak sformułować proste zależności pozwalające przybliżyć pożądane efekty⁵⁶. Stosowanie takich reguł może być jednak sprzeczne ze standardami rachunkowości oraz często obniża przejrzystość kształtowania się jakości aktywów⁵⁷.

Środki nadzorcze powinny być skierowane na eliminację bądź ograniczenie konkretnych rodzajów ryzyk, w szczególności kredytowego, kursu walutowego oraz płynności (związanego z zapadalnością pozycji w bilansach banków). Istotne jest: znaczenie ściślejszej i bardziej zróżnicowanej klasyfikacji pożyczek czy kredytów oraz reguł dotyczących odprowadzania rezerw, a także zwrócenie większej uwagi na konkretne rodzaje finansowania i ich cele. Należy również zaostrzyć regulacje dotyczące: limitów zajmowanych przez banki pozycji walutowych – bezpośrednich oraz pośrednich, unikania niedopasowania terminów rozliczenia aktywów i zobowiązań (w różnych walutach; w przypadku ich występowania konieczne jest aktywne nimi zarządzanie⁵⁸), koncentracji ekspozycji kredytowej w poszczególnych sektorach gospodarki oraz to ograniczające możliwość finansowania poprzez krótkoterminowe pożyczki, szczególnie te z zagranicy. Kluczowe jest również regularne przeprowadzanie tak zwanych stres-testów (w tym na poziomie makro).

Warto także podkreślić rolę wprowadzenia wyższych wymagań przy udzielaniu kredytów dotyczących rodzaju i poziomu zabezpieczeń, ale również maksymalnej wartości wskaźnika obsługi długu (czy wartości samego zadłużenia) do dochodu podmiotów gospodarczych oraz waluty ich zobowiązań i przychodów. Należy przeprowadzić reformy mające na celu dalsze wzmocnienie prywatnego monitoringu rynkowego. Badania wskazują, że poprawa jego jakości skutkuje wzmocnieniem pozycji banków⁵⁹. Do redukcji problemów związanych z monitorowaniem oraz nadzorowaniem może się również przyczynić ograniczenie wielkości banków, a także znaczące zredukowanie możliwości tworzenia przez nie konglomeratów finansowych (ang. *too big to discipline*). Jest to o tyle ważne, o ile wielkość tych instytucji wpływa na ich zdolność do lobbowania za korzystnym dla nich kształtowaniem regulacji nadzorczych, co niekoniecznie musi oznaczać korzyści dla całego systemu finansowego.

⁵⁶ Por. C. Borio, C. Furfine, P. Lowe, *Procyclicality...*, *op. cit.*, s. 49.

⁵⁷ S. Sirtaine, I. Skamnelos, *Credit Growth in Emerging Europe. A Cause for Stability Concerns?*, *op. cit.*, s. 32; J. Saurina, G. Jimenez, *Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation*, „MPRA Paper” No. 718, Monachium 20 marca 2006 r., s. 91.

⁵⁸ Te rozwiązania są już stopniowo wprowadzane w bankach.

⁵⁹ J.R. Barth, G.C. Caprio Jr., R. Levine, *Bank Regulation and Supervision: what works best?*, „Journal of Financial Intermediation”, tom 13, wyd. 2, kwiecień 2004 r., s. 205–248.

Dlatego też instytucje nadzorcze powinny być wyposażone w odpowiednią siłę wykonawczą oraz sankcjonującą, pozwalającą im na prawidłowe egzekwowanie wprowadzanych reguł, a także znaczącą niezależność. Ponadto, powinno się im umożliwić kontrolowanie nie tylko samych banków, ale również innych podmiotów sektora finansowego, w szczególności instytucji parabankowych⁶⁰. Dużego znaczenia, zwłaszcza w obliczu znaczącego udziału kapitału zagranicznego w sektorze bankowym regionu, nabiera również zagwarantowanie transgranicznej współpracy instytucji nadzorczych, a być może nawet konsolidacji nadzoru bankowego, w stopniu wychodzącym nawet poza to z czym mamy obecnie do czynienia w Unii Europejskiej. Ma to szczególną wagę w przypadkach, gdy banki zagraniczne działają poprzez swoje oddziały (taka praktyka ich funkcjonowania dominuje na przykład w państwach bałtyckich).

W sytuacji, gdy polityka gospodarcza zawiedzie, ratunek mogą przynieść elastyczne rynki czynników produkcji (między innymi poprzez ich liberalizację i deregulację) oraz wzrost produktywności⁶¹. Przy ograniczonej elastyczności kursu walutowego (w obliczu przystąpienia do unii walutowej) pozwoli to na stabilizację poziomu inflacji poprzez dostosowanie płac i kosztu kapitału⁶². Duża konkurencja, charakteryzująca polski rynek pracy, nie pomoże jednak w całkowitym zapobieżeniu wzrostowi płac związanemu z boomem kredytowym⁶³.

PODSUMOWANIE

Przy występującej istotnej luce dochodu pomiędzy krajami regionu i strefy euro, postępująca nominalna konwergencja staje się zjawiskiem wymagającym bacznej uwagi, gdyż wiążą się z nią liczne ryzyka. Spadek stóp procentowych w obliczu przystąpienia do strefy euro może wspomóc ekspansję kredytową. Czy będzie to poważny problem, zależy od rozmiaru tego spadku, zachowania dyscypliny płacowej (realny poziom wynagrodzeń nie może wzrosnąć ponad tempo wzrostu kapitału), utrzymania równowagi budżetowej i jakości nadzoru bankowego. W tym momencie

⁶⁰ Odpowiednie ukształtowanie instrumentów nadzorczych powinno mieć na celu zaradzenie wielkiemu problemowi, jakim jest arbitraż regulacyjny, czyli unikanie nadzoru poprzez penetrację nowych rynków czy wykorzystywanie luk prawnych (ogólnie problem ten znany jest jako ang. *boundary problem*). W tym miejscu warto chociażby wskazać na problem leasingu (ogólna wartość umów leasingu przekracza w niektórych państwach, w tym w Polsce, 10% PKB).

⁶¹ R. Bems, P. Schellekens, *Finance and Convergence...*, *op. cit.*, s. 1, 28, 30.

⁶² A. Sławiński, *Polska w strefie euro...*, *op. cit.*

⁶³ Sugeruje to, że nasz kraj nie uniknie wystąpienia nadmiernej ekspansji kredytowej oraz scenariusza szybkiego wzrostu i spadku (ang. *boom and bust scenario*). Niemniej jednak skutki tych zdarzeń mogą okazać się mniej bolesne niż w innych krajach regionu. F. Haas, N. Tamirisa, *Euro Area Policies...*, *op. cit.*, s. 31–32; B. Eichengreen, K. Steiner, *Is Poland at...*, *op. cit.*, s. 19.

warto zaznaczyć, że wysokość realnych stóp procentowych w regionie spadła już o ponad połowę różnicy pomiędzy typową gospodarką przechodzącą proces konwergencji a strefą euro. Jednak za wczesne przyjęcie wspólnej waluty może przyczynić się do zbyt szybkiej redukcji pozostającej połowy różnicy i w efekcie podnieść ryzyko wystąpienia boomu.

W przypadku gospodarek krajów Europy Środkowo-Wschodniej wolumen udzielonych kredytów w relacji do PKB nie osiągnął jeszcze przeciętnego poziomu Unii Europejskiej, a tym bardziej nie przekroczył go, chociaż w Estonii i Łotwie jest bliski dojścia do tego pułapu. Jednak rozmiary akcji kredytowej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej nie odbiegają od tych, jakie można było zaobserwować w obliczu przyjęcia euro przez Portugalię czy Irlandię. Ryzyko wynikające z szybkiego tempa ekspansji kredytowej jest łagodzone przez stosunkowo niskie obciążenie podmiotów gospodarczych kosztami obsługi długu (w porównaniu do ich dochodów). Przystąpienie do unii walutowej może skutkować znaczącymi korzyściami w postaci dywersyfikacji ryzyka oraz dostępu do instrumentów łagodzących wahania gospodarcze. Argumentem za utrzymywaniem się wysokich wzrostów współczynnika kredytu do PKB jest potrzeba finansowania inwestycji, które prowadzą do konwergencji realnej. Ta zaś redukuje ryzyka wynikające z samego boomu kredytowego.

Opisywanym zjawiskom towarzyszą liczne wątpliwości dotyczące reakcji polityki nadzorczej oraz pieniężnej. W świecie liberalizacji sektora finansowego i asymetrycznych możliwości finansowania różnych części gospodarki (szczególnie w podziale na sektory dóbr handlowych i niehandlowych), niski poziom inflacji przestał być jedynym gwarantem stabilności ekonomicznej. Gdy tempo ekspansji kredytowej jest bardzo szybkie, trudno jest odróżnić ryzyka makroekonomiczne od tych związanych z zasadami ostrożnościowymi (ang. *prudential risks*). Często dochodzi do sytuacji, gdy jedno towarzyszą drugiemu, a nawet wzmacniają się nawzajem. W związku z tym władze, w odpowiedzi na zbliżające się niebezpieczeństwo, powinny wykorzystać zarówno narzędzia makroekonomiczne, jak i reguły ostrożnościowe (w tym makroostrożnościowe) oraz nadzorcze, biorąc pod uwagę wzrost poziomu kredytów i niesymetryczne reakcje poszczególnych branż i podmiotów gospodarczych.

Władze powinny skupić się na skuteczności i przewidywaniu możliwych skutków wszystkich wymienionych działań dla całej gospodarki i sektora finansowego. Wydaje się, że konieczna jest wszechstronna reakcja, objawiająca się zarazem odpowiednim ukształtowaniem polityki gospodarczej oraz dostosowaniem nadzoru oraz reguł ostrożnościowych. Te ostatnie będą odgrywały ważną rolę szczególnie w tych przypadkach, gdzie, ze względu na pewne charakterystyki danych gospodarek, wykorzystanie polityki pieniężnej czy fiskalnej będzie nieefektywne.

Przyjęcie euro nie może zastąpić niezbędnych dostosowań krajowej polityki gospodarczej. Polityka Europejskiego Banku Centralnego może okazać się nieodpowiednia dla gospodarek, w przypadku których proces konwergencji ekonomicznej

nie doszedł jeszcze do końca. Należy jednak pamiętać, że w Europie Środkowo-Wschodniej luka w poziomie kredytu do PKB zostanie szybciej zlikwidowana niż w przypadku poziomu PKB. Pojawi się więc istotny problem, w obliczu którego kraje regionu nie będą miały odpowiednich narzędzi, aby ustabilizować produkcję i inflację. Jednakże warto zaznaczyć, że więzy ze strefą euro mogą zredukować ryzyko związane z każdym poziomem wolumenu kredytów pod warunkiem, że będą wsparte solidną podbudową makroekonomiczną i silnym nadzorem bankowym.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

Aghion P., Bacchetta P., Banerjee A., *Capital Markets and the Instability of Open Economies*, [w:] *The Asian financial crisis: causes, contagion and consequences*, P.-R. Agénor, M. Miller, D. Vines, A. Weber (red.), wyd. 2 zm. i uzup., Cambridge University Press, Cambridge 2000.

Backé P., Wójcik C., *Catching-up and Credit Booms in Central and Eastern European EU Member States and Acceding Countries: An Interpretation within the New Neoclassical Synthesis Framework*, CESifo Working Paper No. 1836, październik 2006 r.

Barth J.R., Caprio G.C. Jr., Levine R., *Bank Regulation and Supervision: what works best?*, „Journal of Financial Intermediation”, tom 13, wyd. 2, kwiecień 2004 r.

Beltratti A., Stulz R.M., *Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study on the impact of governance and regulation*, NBER Working Paper No. 15180, Cambridge lipiec 2009 r.

Bems R., Schellekens P., *Finance and Convergence: What's Ahead for Emerging Europe*, IMF Working Paper No. WP/07/244, Waszyngton listopad 2007 r.

Bernanke B.S., Gertler M., Gilchrist S., *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*, NBER Working Paper No. 6455, Cambridge marzec 1998 r.

Borio C., Furfine C., Lowe P., *Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options*, BIS Papers No. 1, Bazylea 1 marca 2001 r.

Brzoza-Brzezina M., *Rola naturalnej stopy procentowej w polskiej polityce pieniężnej*, „Ekonomista”, Nr 5/2003.

Brzoza-Brzezina M., *The Information Content of the Natural Rate of Interest: The Case of Poland*, „Economics of Transition”, tom 14, Nr 2, kwiecień 2006 r.

Brzoza-Brzezina M., *Zagadnienie naturalnej stopy procentowej*, „Ekonomista” Nr 3/2003.

Brunnermeier M., Crockett A., Goodhart Ch., Persaud A.D., Shin H.S., *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy 11, International Center for Monetary and Banking Studies, Londyn listopad 2009 r.

Caprio Jr. G., *Safe and Sound Banking. A Role for Countercyclical Regulatory Requirements?*, World Bank Policy Research Working Paper No. 5198, Waszyngton luty 2010 r.

Cifuentes R., Ferrucci G., Shin H.S., *Liquidity risk and contagion*, „Journal of the European Economic Association,” tom 3, wyd. 2–3, kwiecień–maj 2005 r.

Duenwald C., Gueorguiev N., Schaechter A., *Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine*, IMF Working Paper WP/05/128, Waszyngton czerwiec 2005 r.

Eichengreen B., Steiner K., *Is Poland at Risk of a Boom-and-Bust Cycle in the Run-up to euro Adoption?*, NBER Working Paper No. 14438, NBER, Cambridge październik 2008 r.

Festić M., Repina S., Kavkler A., *The overheating of five UE new member states and cyclicity of systemic risk in the banking sector*, „Journal of Business, Economics and Management”, tom 10, wyd. 3, czerwiec 2009 r.

Galí J., Monacelli T., *Optimal Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy*, Boston College Working Papers in Economics, Boston 1999.

Grauwe de P., *The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies*, CEPS Policy Brief No. 178, listopad 2008 r.

Herrmann S., Jochem A., *Determinants of current account developments in the central and east European EU member states: consequences for the enlargement of the euro area*, „Deutsche Bundesbank Economic Studies Discussion Paper” No. 32/2005, Frankfurt nad Menem 2005.

Hoffmann A., *An Overinvestment Cycle in Central and Eastern Europe?*, „Metroeconomica”, tom 61, wyd. 6, listopad 2010 r.

Luengnaruemitchai P., Schadler S., *Do Economists' and Financial Markets' Perspectives on the New Members of the EU differ?*, IMF Working Paper WP/07/65, Waszyngton marzec 2007 r.

Rosenberg C.B., Tirpák M., *Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU*, „Czech Journal of Economics and Finance”, tom 59, wyd. 3, sierpień 2009 r.

Saurina J., Jimenez G., *Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation*, MPRA Paper No. 718, Monachium 20 marca 2006 r.

Schadler S., Drummond P., Kujis L., Murgasova Z., van Elkan R., *Euro Adoption In the Accession Countries: Vulnerabilities and Strategies*, [w:] *Euro Adoption in Central and Eastern Europe. Opportunities and Challenges*, S. Schadler (red.), Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Waszyngton 2005.

Schnabl G., *Exchange Rate Volatility and Growth in Small Open Economies at the EMU Periphery*, „Economic Systems,” tom 32, wyd. 1, marzec 2008 r.

Schnabl G., Hoffmann A., *Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets – an Overinvestment View*, „The World Economy”, tom 31, wyd. 9, wrzesień 2008 r.

Sirtaine S., Skamnelos I., *Credit Growth in Emerging Europe. A Cause for Stability Concerns?*, World Bank Policy Research Working Paper No. 4281, Waszyngton lipiec 2007 r.

Sławiński A., *Polska w strefie euro: Jak zapewnić długookresową konkurencyjność gospodarki?*, [w:] *Euro – ekonomia i polityka*, D. Rosati (red.), Oficyna Wydawnicza WSHiP im. Łazarskiego, Warszawa 2009.

Artykuły okolicznościowe

Europejski Bank Centralny, EU Banking Structures October 2005, EBC, Frankfurt nad Menem październik 2005 r.

Europejski Bank Centralny, EU Banking Structures October 2007, EBC, Frankfurt nad Menem październik 2007 r.

Europejski Bank Centralny, EU Banking Structures September 2010, EBC, Frankfurt nad Menem wrzesień 2010 r.

Europejski Bank Centralny, Structural Indicators for the EU banking sector, EBC, Frankfurt nad Menem styczeń 2010 r.

Haas F., Tamirisa N., *Euro Area Policies: Selected Issues*, IMF Country Report No. 07/259, Waszyngton lipiec 2007 r.

Jeanne O., *Dealing with Credit Booms and Busts: the Case for Prudential Taxation*, uwagi na konferencji „Building an International Monetary and Financial System for the 21st Century: Agenda for Reform”, Peterson Institute for International Economics, Nowy Jork listopad 2008 r.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Republic of Poland, IMF Country Report No. 09/266, Waszyngton 2009.

Mihaljek D., *Rapid Growth of Bank Credit in Central and Eastern Europe: the Role of Housing Markets and Foreign-Owned Banks*, The Twelfth Dubrovnik Economic Conference organized by the Croatian National Bank, Dubrovnik 28.06–01.07.2006 r.

Mooslechner P., Reading P., Schürz M., Würz M. (red.), *Financial Stability Report 18*, Oesterreichische Nationalbank, Wiedeń 2009.

Mooslechner P., Reading P., Schürz M., Würz M. (red.), *Financial Stability Report 19*, Oesterreichische Nationalbank, Wiedeń 2010.

Mooslechner P., Reading P., Schürz M., Würz M. (red.), *Financial Stability Report 20*, Oesterreichische Nationalbank, Wiedeń 2011.

Sławiński A., *Znaczenie czynników ryzyka towarzyszących wchodzeniu Polski do ERM2 i do strefy euro*, Referat na Kongres Ekonomistów Polskich, Warszawa 29–30 listopada 2007 r.

Sławiński A., Chmielewski T., *Przesłanki i możliwości wykorzystywania instrumentów nadzorczych do przeciwdziałania niestabilnym boomom kredytowym*. Referat zaprezentowany na seminarium pt. „Dobre rządzenie”, Kraków 12 stycznia 2011 r.

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Sektor bankowy. Podstawowe dane 12/2007, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2008.

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Sektor bankowy. Podstawowe dane 12/2009, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010.

Zajączkowski S., Żochowski D., *Housing Loans Growth, Foreign Currency Risk and Supervisory Response: the Polish Case*. Referat zaprezentowany na konferencji „Monetary Policy Challenges Resulting from Rapid Credit Growth in Converging Economies”, Narodowy Bank Polski, Warszawa 22–23 listopada 2009 r.

Materiały internetowe

Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database (dostęp: 12.09.2011 r.).

Stokes M., *Eastern Europe: The Makings Of A Cross-Border Banking Nightmare?*, http://www.roubini.com/euro-monitor/255682/eastern_europe_the_makings_of_a_cross-border_banking_nightmare (dostęp: 23.02.2009 r.).