

z r o z u m i e ć k r y z y s 5

BANKI CENTRALNE
WOBEC KRYZYSU
EKONOMICZNEGO

BANKI CENTRALNE WOBEC KRYZYSU EKONOMICZNEGO

w numerze:

S. SKRZYPEK, L. DZIAWGO, A. JANC, B. PIETRZAK,
A. SŁAWIŃSKI, D. TYMOCZKO, M. ŻUKOWSKI
i H. ŻUKOWSKA

redakcja naukowa:

J. OSIŃSKI



Publikacja dofinansowana ze środków Narodowego Banku Polskiego

Recenzent

Sławomir Sztaba

Redaktor

Ewa Bem

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2010

Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie
i rozpowszechnianie całości lub fragmentów niniejszej publikacji
bez zgody wydawcy zabronione.

Wydanie I

ISBN 978-83-7378-557-1

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza

02-554 Warszawa, al. Niepodległości 164

tel. 22 564 94 77, 22 564 94 86, fax 22 564 86 86

www.wydawnictwo.sgh.waw.pl

e-mail: wydawnictwo@sgh.waw.pl

Projekt i wykonanie okładki

Krzysztof Garbaliński

Skład i łamanie

Studio GEMMA

Druk i oprawa

ESUS Drukarnia cyfrowa

61-855 Poznań, ul. Wierzbicice 35

www.esus.pl

Zamówienie 142/X/10

Spis treści

Wstęp 7

Sławomir S. Skrzypek

Banki centralne wobec światowego kryzysu 11

Wprowadzenie 11

1. Diagnoza przyczyn kryzysu 12

2. Działania antykryzysowe w Polsce 14

3. Raport NBP „Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego” 15

4. Dotychczasowy przebieg kryzysu w Polsce i na świecie oraz prognozy 16

5. Wzrost gospodarczy w Polsce w długiej perspektywie – drugi raport NBP ... 21

Bogusław Pietrzak

O uwarunkowaniach i skali zaangażowania Narodowego Banku

Polskiego w stabilizację systemu bankowego w okresie kryzysu 25

Alfred Janc

Banki centralne w dobie kryzysu. Czy dysponujemy

już naukową refleksją na ten temat? 43

1. Geneza i skutki kryzysu 43

2. Znaczenie banków centralnych dla stabilności finansowej 45

3. Co można, a co trzeba zmienić w bankowości centralnej? 47

Wnioski 50

Andrzej Sławiński

Wpływ globalnego kryzysu bankowego na bankowość centralną 51

Wprowadzenie 51

1. Nowe cechy obecnego kryzysu 53

2. Problem włączenia systemów finansowych do analiz modelowych 57

3. Kierunki ewolucji roli instytucji nadzorczych 62

4. Nadzór finansowy a ceny surowców i żywności	65
Uwagi końcowe	69
<i>Marian Żukowski, Helena Żukowska</i>	
Rola Banku Rosji i innych instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego w kryzysie 2008–2009	73
1. Działania antykryzysowe	78
2. Działania antykryzysowe w Rosji w okresie 2008–2009	84
3. Ocena działań antykryzysowych w Rosji	88
4. Krajobraz w Rosji po kryzysie – aktualna sytuacja w gospodarce Rosji (silne i słabe strony)	89
<i>Leszek Dziawgo</i>	
Bankowość komercyjna: patologia czy norma?	99
Wprowadzenie	99
1. „Miękkie” aktywa sektora finansowego	100
2. <i>Killer banking</i>	100
3. Pozytywna ewolucja współczesnej bankowości – CSR i IR	101
4. Opinia publiczna wobec bankowości i rynku kapitałowego – tragiczne wyniki badań	102
5. Bank jako instytucja zaufania publicznego	102
6. Bank jak lombard?	104
7. Spółka giełdowa jako spółka zaufania publicznego	104
8. CSR – wybrane kwestie w opinii publicznej	106
9. IR – wybrane kwestie w opinii publicznej	108
Konkluzja	109
<i>Dobiesław Tymoczko</i>	
Reakcje wybranych banków centralnych (FED i EBC) na kryzys	111
1. Instrumenty używane przez banki centralne przed i w trakcie kryzysu	111
2. Reakcje banków centralnych na kryzys	115
3. Reakcja FED na kryzys	118
4. Zmiany w operacyjnej działalności EBC w czasie kryzysu	123
5. <i>Exit strategies</i>	128
6. Czy mnożnik kreacji pieniądza działa?	129
7. Malejąca rola banków centralnych w kreacji pieniądza	132
8. Polityka bilansu a poziom stóp procentowych	138
Zakończenie	141

Wstęp

W publikacji zawarte zostały artykuły będące pełnymi wersjami wystąpień wygłoszonych w panelach dyskusyjnych w trakcie piątego seminarium naukowego Kolegium Ekonomiczno-Społecznego Szkoły Głównej Handlowej poświęconego kryzysowi finansowemu i ekonomicznemu lat 2007–2010. Seminarium to odbyło się 19 marca 2010 r. i dotyczyło w całości roli banków centralnych w poszczególnych fazach kryzysu, ze szczególnym uwzględnieniem działań podejmowanych przez te instytucje w różnych państwach w celu ograniczenia negatywnych skutków kryzysu. Wbrew potocznej opinii banki centralne w poszczególnych państwach podjęły różnorodne działania o bezpośrednim i pośrednim charakterze, przyczyniając się w istotny sposób do złagodzenia, szczególnie dla zwykłych obywateli, negatywnych następstw kryzysu. Z drugiej jednak strony przede wszystkim amerykański FED obwiniany jest o wiele błędnych decyzji, które przyczyniły się do powstania bańki spekulacyjnej na rynku kredytów hipotecznych, i późniejszych wydarzeń, w których rezultacie krach na tym rynku dotknął również w znaczącym stopniu realną gospodarkę.

W seminarium wzięli udział pracownicy naukowcy Kolegium Ekonomiczno-Społecznego SGH i innych ośrodków naukowych w Polsce, zaś gościem specjalnym był Prezes Narodowego Banku Polskiego Sławomir Skrzypek. Nie mogliśmy wówczas w żaden sposób przewidzieć, że wystąpienie Prezesa NBP będzie jednym z ostatnich jego wystąpień publicznych i ostatnim w naszej uczelni. Było ono poświęcone prezentacji drugiej części raportu NBP pt. „Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego”, a uczestnicy seminarium otrzymali, dzięki uprzejmości NBP, ten raport w całości. Po części do tego opracowania odnosili się także inni uczestnicy seminarium, a szczególnie B. Pietrzak, który podjął próbę określenia skali zaangażowania NBP w stabilizację systemu bankowego w różnych fazach kryzysu, choć samo pojęcie „stabilność systemu

finansowego” nie doczekało się dotąd jednoznacznej definicji w literaturze przedmiotu. W trakcie seminarium przyjęto więc zawarte we wspomnianym raporcie określenie mówiące o tym, iż za stabilność systemu finansowego uznaje się „stan, w którym pełni on swoje funkcje w sposób ciągły i efektywny, nawet w przypadku wystąpienia nieoczekiwanych zaburzeń o znacznej skali”.

W wypowiedziach części polityków i badaczy w mediach publicznych w naszym kraju Narodowy Bank Polski i banki centralne innych państw, a szczególnie amerykański FED, są opisywane w sensie instytucjonalnym w dwojaki sposób. W przypadku Polski w odniesieniu do NBP od początku naszej transformacji akcentowano jego **niezależność**. Czynili to szczególnie kolejni prezesi i ich otoczenie, co spotykało się z uznaniem i pełną aprobatą „neoliberalnych monetarystów” oraz części polityków, szczególnie tych, z którymi ideowo dany prezes był związany, i szczególnie wówczas, gdy byli w opozycji. Z niezależności banku centralnego uczyniono swoisty fetysz, którego neoliberalni fundamentaliści byli gotowi bronić, jako podstawy nowej demokracji. Często wówczas w publicystyce podawano przykład FED, jako instytucji niezależnej i w pełni korzystającej ze swoich autonomicznych uprawnień. Nie określano wobec kogo lub czego w praktyce funkcjonowania państwa amerykańskiego instytucja ta jest niezależna. Pomijano milczeniem fakt, iż niezależność FED (podobnie jak innych banków centralnych) nie jest niezależnością wobec **instytucji państwa**, lecz jedynie jego organów wykonawczych, kreujących politykę gospodarczą i politykę pieniężną oraz odpowiedzialnych za działania lub zaniechania w tych sferach¹. Nie starano się wyjaśnić istoty i form niezależności banku centralnego – instytucjonalnej, funkcjonalnej, finansowej i personalnej czy niezależności celu i instrumentów. Stąd trudno szukać odpowiedzi na pytanie: czy mimo swej niezależności A. Greenspan, jako szef FED, mógłby nie stawić się na przesłuchanie komisji Senatu lub Izby Reprezentantów Kongresu USA?

Całkowicie zmienił się stosunek do niezależności FED, gdy zaczęto szukać „winnych” kryzysu zapoczątkowanego w drugiej połowie 2007 r. na rynku

¹ Por. R. Elgie, *Democratic Accountability and Central Bank Independence: Historical and Contemporary National and European Perspectives*, „West European Politics” Vol. 21, 1998, s. 53–76.

kredytów *subprime*. Okazało się wówczas, że głównym winowajcą jest państwo (to „oczywista oczywistość” dla dogmatycznych neoliberalów, nawet niewymagająca racjonalnego uzasadnienia), a szczególnie jego instytucja, jaką jest FED, który prowadził przez lata pod dyktando władzy błędną politykę pieniężną, utrzymując bardzo niskie realne stopy procentowe. Zarząd Rezerwy Federalnej i jego prezes awansowali do rangi „instytucji państwa”, a nawet przyznali się skruszeni, że są winni całej katastrofy. Czy można nie dostrzegać absurdalności takiego rozumowania? Okazuje się, że można, a lista nazwisk jest spora.

W trakcie seminarium udało się, i zaprezentowane teksty wyraźnie na to wskazują, w miarę obiektywnie ocenić **instytucjonalny** wymiar pozycji banków centralnych w okresie omawianego kryzysu. Dotyczy to Polski i naszych najbliższych sąsiadów, a także Europejskiego Banku Centralnego i FED. Myślę również, iż podjęto próbę pewnej demitologizacji poczynań banków centralnych, wskazując, iż nie wszystkie ich posunięcia czy podjęte interwencje mają takie znaczenie rzeczywiste, jakie im się potocznie przypisuje, czy jakie przypisują im niektórzy politycy. W ten sposób udało się zarysować zasadnicze działania banków centralnych i ich realne efekty w odniesieniu do rynków finansowych oraz firm i przedsiębiorstw gospodarki realnej. Ważne okazało się także wskazanie na te z działań, które dotyczyły poszczególnych obywateli i związane są z ich zaufaniem do całego systemu bankowego.

Jednakże szeroko rozumianą problematykę **wartości** oraz ich znaczenie dla budowania zaufania publicznego, w tym również wobec instytucji finansowych, a szczególnie banków, pozostawiono do zaprezentowania i przedyskutowania na kolejnym seminarium z niniejszego cyklu. Problematyce tej poświęcono wiele miejsca i w lekceważeniu czy też niedocenianiu wartości, które legły u podstaw systemu kapitalistycznego, upatruje się jedną z przyczyn analizowanego kryzysu, ale także ogromną szansę na ograniczenie jego negatywnych skutków w przyszłości.

Joachim Osiński

Sławomir S. Skrzypek¹

Banki centralne wobec światowego kryzysu

Wprowadzenie

Mięły już trzy lata od momentu rozpoczęcia się kryzysu na rynku kredytów hipotecznych *subprime*, który rozprzestrzenił się na cały świat i dotknął niemal wszystkie gospodarki. Minęło także ponad półtora roku od momentu upadłości banku Lehman Brothers, którego niewypłacalność poruszyła środowiska finansowe. Rozpoczął się wówczas okres wysokiej zmienności i niepewności na rynkach finansowych, ujawniło się także wiele dodatkowych czynników ryzyka, które wpłynęły zarówno na sferę finansową, jak i sferę realną gospodarki. Pierwszym skutkiem zawirowań na rynkach finansowych były problemy z płynnością. Rozprzestrzeniający się brak zaufania wśród banków ponoszących ogromne straty na nietrafionych inwestycjach przyczynił się niemal do zaprzestania prowadzenia operacji na rynkach międzybankowych. Problemy te dotknęły również Polskę, choć brak w tym było merytorycznego uzasadnienia. I tak zdrowy, wolny od toksycznych aktywów, przynoszący rekordowe zyski polski sektor bankowy na skutek transferu z zagranicy negatywnych sentymentów reagował w identyczny sposób jak ogarnięte realnym kryzysem rynki ich właścicieli. W reakcji na kryzys zaufania na rynku międzybankowym Narodowy Bank Polski natychmiast podjął kroki, których celem było przeciwdziałanie pojawiającym się zjawiskom kryzysowym w polskim sektorze finansowym.

¹ Sławomir S. Skrzypek, Prezes NBP w latach 2007–2010, zginął w dniu 10 kwietnia 2010 r. w katastrofie lotniczej pod Smoleńskiem.

Celem opracowania jest zwrócenie uwagi na działania podejmowane przez NBP w reakcji na kryzys ekonomiczny i finansowy w gospodarce światowej oraz zaprezentowanie głównych tez badań NBP opublikowanych w formie raportu „Polska wobec światowego kryzysu ekonomicznego” oraz drugiej części wspomnianego raportu zawierającej wnioski z dyskusji ze środowiskiem naukowym na temat pierwszej jego części.

1. Diagnoza przyczyn kryzysu

Dla zrozumienia mechanizmu powstania kryzysu zasadnicze znaczenie ma diagnoza przyczyn kryzysu na świecie. Wśród nich należy wymienić: czynniki makroekonomiczne, czynniki mikroekonomiczne oraz splot niekorzystnych zjawisk rynkowych.

Przyczyny makroekonomiczne związane były z niekorzystnym, narastającym od co najmniej dekady brakiem równowagi w skali globalnej. Powody jego narastania nie doczekały się, jak dotąd, zadowalającego wyjaśnienia. Część ekonomistów wskazuje, że źródła tego zjawiska mogły leżeć w kumulowaniu się oszczędności w gospodarkach wschodzących (kraje azjatyckie, eksporterzy ropy naftowej), przy słabo rozwiniętym systemie pośrednictwa finansowego utrudniającym inwestowanie w tych krajach. Z drugiej strony stopa oszczędności w krajach rozwiniętych, w tym w szczególności w USA, wydawała się zbyt niska. Procesy globalizacyjne, takie jak włączanie się Chin do gospodarki światowej, dodatkowo mogły pogłębiać te tendencje.

Ponadto od wielu lat na bardzo niskim poziomie utrzymywane były realne stopy procentowe, co było rezultatem opanowania przez banki centralne inflacji i hamowania presji na wzrost cen przez efekty związane z globalizacją. Niskie stopy procentowe zarówno w USA, jak i w innych krajach rozwiniętych doprowadziły do szybkiego wzrostu wolumenu kredytów w tych krajach oraz gwałtownego wzrostu cen różnych aktywów, np. akcji, nieruchomości czy surowców. Dążenie do poszukiwania jak najwyższych stóp zwrotu bez dostatecznej oceny realnej wartości aktywów oraz ryzyka inwestycyjnego zaczęło skutkować oderwaniem się wycen rynkowych od fundamentów, co można było obserwować pod postacią baniek spekulacyjnych na różnych rynkach.

Nie mniej ważnymi czynnikami były przyczyny o charakterze bardziej **mikroekonomicznym**. Jedną z najważniejszych była wadliwa struktura bodźców oddziałujących na konsumentów usług finansowych oraz instytucji finansowych. Z jednej strony konsumenci usług finansowych dysponowali zbyt małą informacją, aby dokładnie analizować oferowane im instrumenty finansowe lub w obiektywny sposób ocenić bezpieczeństwo współpracujących z nimi instytucji finansowych. Z drugiej strony powszechnym zjawiskiem wśród zarządzających instytucjami finansowymi było dążenie za wszelką cenę (bez względu na ryzyko) do maksymalizowania stóp zwrotu z kapitałów, co w konsekwencji doprowadziło do zagrożenia całego systemu. Także w przypadku agencji ratingowych system bodźców nie był właściwy. Od dłuższego czasu działalność tych agencji była ściśle związana z emitentami długu, a wzrastająca złożoność instrumentów stanowiących przedmiot ocen ratingowych okazywała się ułatwiać wystawianie ocen zaniżających ryzyko.

Wzrastający poziom skomplikowania instrumentów finansowych oraz komplikacja rynków finansowych jako całości były same w sobie problemem z punktu widzenia wyceny i zarządzania ryzykiem. Należy zwrócić uwagę na fakt, że w przeszłości rynki finansowe cechowały się mniejszą zmiennością, a ryzyko związane z większością nowo wprowadzanych na rynek instrumentów finansowych było trudne do oceny ze względu na ich względną nowość.

Mankamenty związane z przejrzystością operacji finansowych nie były jedynie problemem klientów instytucji finansowych. Trudności związane z pomiarem ryzyka utrudniały sprawowanie prawidłowego nadzoru właścicielskiego, który okazał się zbyt łagodny, aby powstrzymać tendencję do podejmowania przez instytucje finansowe nadmiernego ryzyka. Rozwój rynków finansowych oraz powstawanie coraz większej liczby instytucji wymykających się regulacjom finansowym spowodowały, że ważna część systemu finansowego pozostawała bez odpowiedniego nadzoru instytucji zabezpieczających.

Jak w większości kryzysów bezpośrednim czynnikiem, który wyzwolił kryzys, był **splot niekorzystnych czynników rynkowych**. W przypadku obecnego kryzysu można wskazać na niespotykaną dotąd wysokość dźwigni finansowej instytucji finansowych, która sprawiła, że niewielka utrata wartości aktywów prowadziła do problemów z wypłacalnością nawet w przypadku stosunkowo dużych instytucji finansowych.

2. Działania antykryzysowe w Polsce

Kryzys finansowy na świecie w relatywnie niewielkim stopniu dotknął polskie instytucje finansowe, jednak jego konsekwencje mogły pośrednio wpłynąć na ich kondycję poprzez zmniejszenie płynności na międzynarodowych rynkach finansowych lub problemy doświadczane przez instytucje będące właścicielami obecnych w Polsce banków. Z tego powodu działania polskich instytucji publicznych koncentrowały się głównie na stabilizacji systemu finansowego. W tym kontekście czynności podejmowane przez NBP miały szczególne znaczenie, a o ich skuteczności świadczy m.in. stabilność systemu bankowego.

Działania podejmowane przez NBP można podzielić na związane z **ograniczeniem ryzyka spowodowanego zaburzeniami funkcjonowania międzybankowych rynków finansowych**, a co za tym idzie ryzyka płynności wielu banków, oraz **działania poprawiające zasilanie płynnościowe indywidualnych banków**.

Wśród działań pierwszego rodzaju można wymienić operacje repo, transakcje swapów walutowych oraz tzw. pakiet zaufania. W jego ramach NBP podjął kompleksowe prace ułatwiające zasilanie w płynność poszczególnych banków.

Dzięki działaniom rządu i NBP Polska została zaklasyfikowana do nielicznej grupy krajów mogących bezwarunkowo korzystać z wprowadzonej przez MFW elastycznej linii kredytowej (*flexible credit line*). Dostęp do tej linii wyraźnie polepszył wizerunek Polski w oczach inwestorów zagranicznych, a to z kolei przyczyniło się do zmniejszenia ryzyka ataków spekulacyjnych na polską walutę oraz przyczyniło się do obniżenia kosztów finansowania polskich podmiotów gospodarczych. Wśród działań antykryzysowych warto także zwrócić uwagę na pozytywną rolę Komisji Nadzoru Finansowego, która dążyła do wzmocnienia kapitałowego banków w Polsce. W czasie kryzysu sprawdził się także model koordynacji działań poszczególnych instytucji państwowych przez wspólny Komitet Stabilności Finansowej.

3. Raport NBP „Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego”

Jednym z działań podjętych przez Narodowy Bank Polski było zainicjowanie dyskusji dotyczącej skutków kryzysu dla gospodarki Polski oraz proponowanej strategii antykryzysowej i propozycji reform wyznaczających kierunek polityki gospodarczej prowadzących do złagodzenia skutków kryzysu dla gospodarki. Pierwsza część raportu, mająca służyć tym celom, została poddana szerokiej dyskusji podczas prezentacji, które odbyły się w wielu miejscach w Polsce (rysunek 1).

Rysunek 1. Miejsca prezentacji pierwszej części raportu NBP „Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego”



Źródło: NBP.

Pierwotny raport przygotowany przez NBP miał na celu nie tylko pobudzenie do dyskusji nad skutkami kryzysu. W raporcie zaproponowano koncepcje reform, których celem było:

- 1) zminimalizowanie ryzyka wystąpienia negatywnego scenariusza wydarzeń w gospodarce Polski w latach 2009–2010,

2) osiągnięcie wielu celów polityki gospodarczej w perspektywie krótkookresowej.

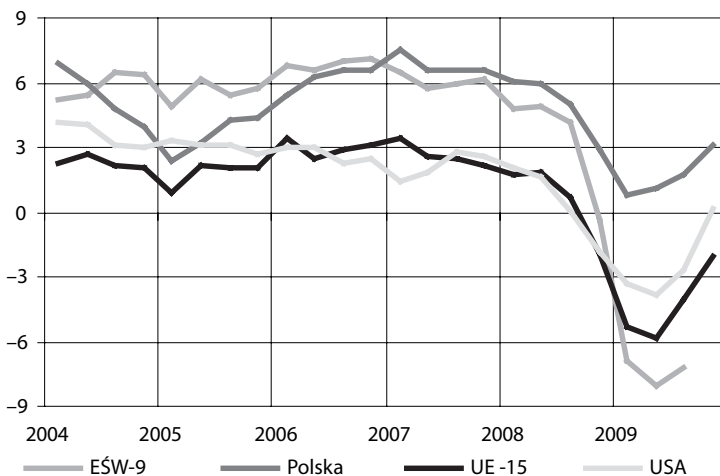
Zaproponowane rozwiązania² obejmowały zatem nie tylko doraźne działania antykrzysowe, ale miały także na celu wzmocnienie gospodarki (w szczególności sektorów: finansów publicznych, bankowego i przedsiębiorstw), wzrost wiarygodności Polski, obniżenie kosztów finansowania zewnętrznego oraz stworzenie podstaw do efektywnego funkcjonowania w perspektywie długoterminowej.

4. Dotychczasowy przebieg kryzysu w Polsce i na świecie oraz prognozy

W porównaniu z innymi krajami UE oraz krajami Europy Środkowoschodniej Polska relatywnie w niewielkim stopniu ucierpiała w wyniku kryzysu, a skutki spowolnienia były w naszym kraju odczuwalne z opóźnieniem (rysunek 2). Choć w skali globalnej spadki PKB zostały zahamowane, to sygnały dochodzące z gospodarki światowej w latach 2009–2010 nie są jednoznaczne, co może skutkować także niepewnością co do przyszłego wzrostu PKB w Polsce.

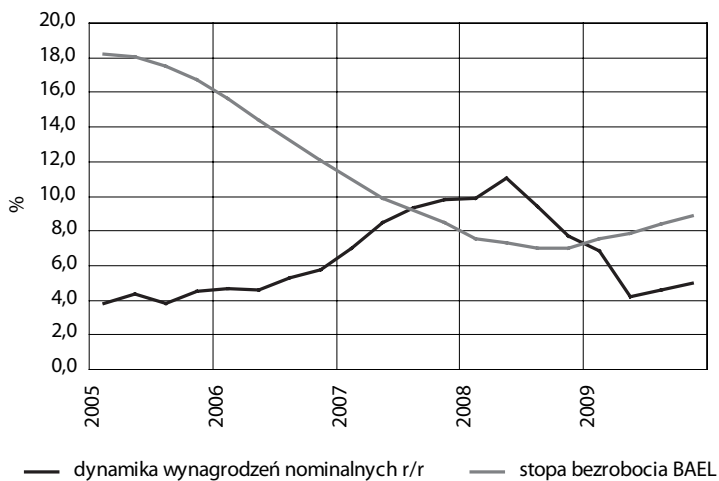
W porównaniu z poprzednim spowolnieniem wzrost stopy bezrobocia w Polsce związany ze zmniejszeniem się aktywności gospodarczej był relatywnie niewielki, a głównym kanałem dostosowania na rynku pracy było wyraźne obniżenie się dynamiki wynagrodzeń (rysunek 3). Także jednak w tym przypadku negatywne efekty prowadzące do wzrostu bezrobocia dopiero zaczynają się uwidaczniać po okresie, w którym przedsiębiorcy nie decydowali się na zwalnianie pracowników („chomikowali pracę”). Dalszy rozwój sytuacji na rynku pracy będzie więc w dużym stopniu zależał od ożywienia gospodarczego w gospodarce światowej i zdolności gospodarki Polski do powrotu na ścieżkę zrównoważonego wzrostu.

² Szczegóły dotyczące proponowanych rozwiązań zostały omówione w załączniku do raportu *Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego*, NBP, Warszawa 2009.

Rysunek 2. Dynamika PKB w Polsce, krajach EŚW-9^a i UE-15 (% , r/r)

^a Polska, Czechy, Węgry, Litwa, Łotwa, Estonia, Bułgaria, Rumunia, Słowacja.

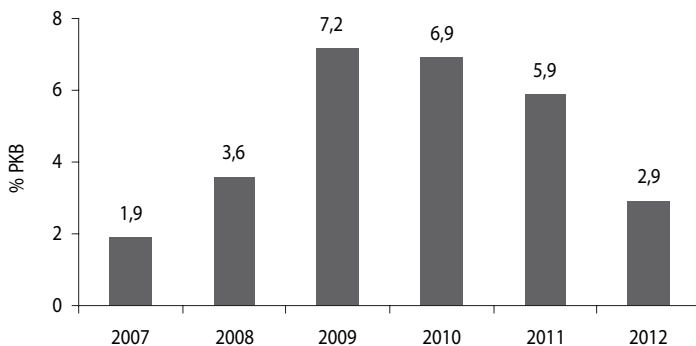
Źródło: EcoWin Economic, Eurostat, obliczenia własne.

Rysunek 3. Dynamika wynagrodzeń nominalnych r/r i stopa bezrobocia BAEL w Polsce

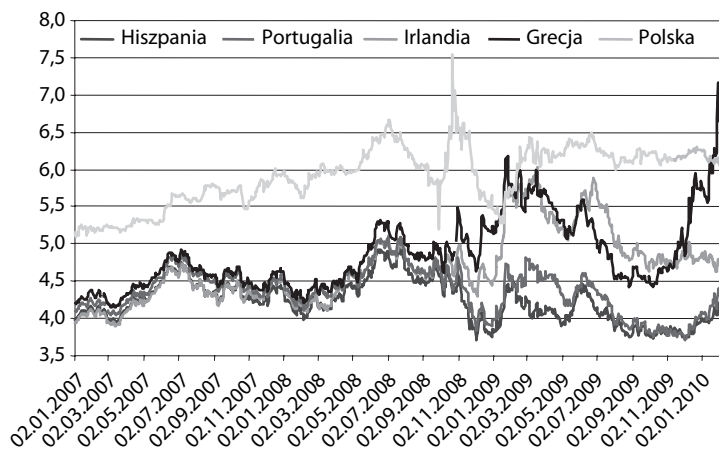
Źródło: EcoWin Economic, Eurostat, obliczenia własne.

Pomimo pozytywnych tendencji obserwowanych w gospodarce światowej w ostatnich kwartałach, w dalszym ciągu występują liczne źródła niepewności co do przyszłej sytuacji. Po pierwsze, fundamenty gospodarcze w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych po okresie recesji pozostają nadal wrażliwe na zaburzenia. Po drugie, liczne, często krótkoterminowe działania podjęte w celu przeciwdziałania skutkom kryzysu oraz możliwe błędy w przyszłej polityce gospodarczej w dłuższej perspektywie mogą przyczynić się do powstania kolejnych problemów utrudniających wychodzenie z kryzysu. Po trzecie, nieustannym zagrożeniem dla powrotu do trwałego wzrostu jest zagrożenie wystąpieniem kolejnych silnych zaburzeń na rynkach finansowych. Skala długoterminowych skutków kryzysu dla kształtowania się przyszłego produktu potencjalnego oraz innych miar rozwoju gospodarczego także nie została do tej pory oszacowana, co zwiększa niepewność prognoz. Bardzo ważnym czynnikiem niepewności pozostaje silny wzrost deficytów budżetowych oraz zadłużenia sektora publicznego w większości krajów rozwiniętych. W wielu przypadkach wzrost kosztów obsługi zadłużenia może w istotnym stopniu utrudniać powrót na ścieżkę szybkiego wzrostu gospodarczego.

Problemy związane z finansami publicznymi wydają się szczególnie istotne w kontekście aspiracji Polski związanych z wejściem do strefy euro. Wzrost deficytu budżetowego w latach 2008 i 2009 oraz przewidywane utrzymanie się deficytu wyższego od 3% co najmniej do 2012 r. (rysunek 4) oznaczają, że przez ten czas Polska nie spełnia kryteriów zapisanych w Pakcie Stabilności i Rozwoju i podlega procedurze nadmiernego deficytu. Z drugiej strony kraje strefy euro, o dużym w porównaniu z PKB zadłużeniu oraz doświadczające gwałtownego wzrostu deficytu budżetowego, często miały jeszcze większe problemy. Wycena przez rynki finansowe zadłużenia poszczególnych krajów strefy euro (rysunek 5) wskazuje, że kraje wewnątrz wspólnego obszaru walutowego nie są traktowane jako jednorodna grupa, a niektóre z nich muszą oferować obligacje o wyższej rentowności niż polskie obligacje.

Rysunek 4. Deficyt sektora finansów publicznych w Polsce

Źródło: Program konwergencji – aktualizacja 2009, EcoWin.

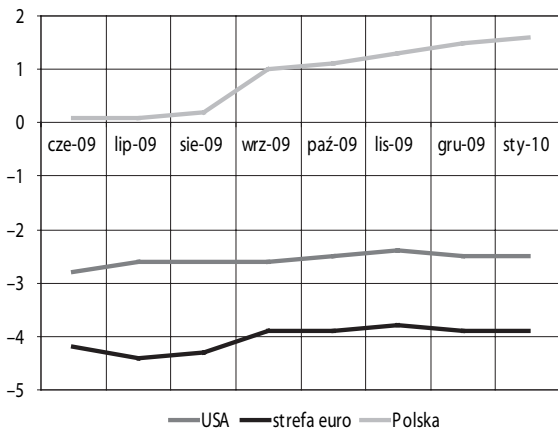
Rysunek 5. Rentowność obligacji dziesięcioletnich dla wybranych krajów UE

Źródło: Program konwergencji – aktualizacja 2009, EcoWin.

Zagrożenia dla przyszłego wzrostu nie wpływały jednak na razie na oczekiwania dotyczące wychodzenia światowej gospodarki z depresji. Kolejne miesiące 2009 r. przynosiły coraz bardziej optymistyczne weryfikacje prognoz na 2010 r. (rysunek 7). Szczególnie wyraźne były weryfikacje prognoz na 2009 r. w przypadku Polski, które wskazują, że analitycy

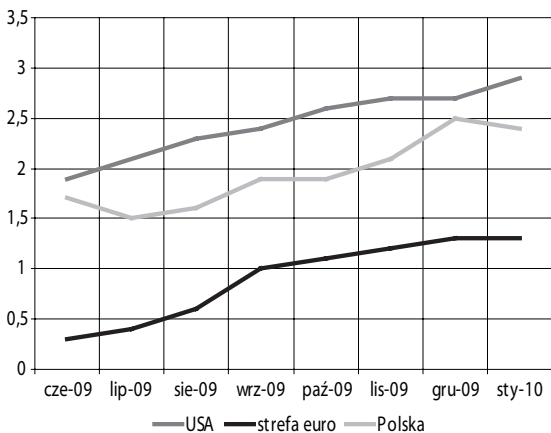
w drugiej połowie roku zaczęli dostrzegać, że początkowe prognozy były zaniżone (rysunek 6).

Rysunek 6. Prognozy PKB za 2009 r. formułowane w kolejnych miesiącach 2009 r.



Źródło: Program konwergencji – aktualizacja 2009, EcoWin.

Rysunek 7. Prognozy PKB na 2010 r. formułowane w kolejnych miesiącach 2009 r.



Źródło: Program konwergencji – aktualizacja 2009, EcoWin.

5. Wzrost gospodarczy w Polsce w długiej perspektywie – drugi raport NBP

Pierwotny raport NBP skoncentrowany był wokół tematyki wpływu światowego kryzysu gospodarczego na gospodarkę Polski oraz prowadzonej przez władze monetarne i sektor rządowy polityki służącej łagodzeniu jego konsekwencji. Głównym celem tych propozycji było zminimalizowanie negatywnego wpływu światowego kryzysu gospodarczego na gospodarkę Polski w krótkim okresie oraz uodpornienie jej na podobne kryzysy w przyszłości. Dbano przy tym o to, by sugerowane kierunki zmian nie prowadziły do negatywnych konsekwencji także w średnim i długim okresie, ale przy formułowaniu poszczególnych zaleceń pozostano przy spojrzeniu w dominującej części krótkookresowym. Nie były to więc propozycje mające na celu przede wszystkim przyspieszenie tempa konwergencji Polski względem krajów UE-15 oraz jej tempa wzrostu w długim okresie.

Pierwszy raport dotyczący skutków kryzysu przygotowany przez NBP cieszył się dużym zainteresowaniem środowiska akademickiego, specjalistów oraz mediów. Liczne sugestie dotyczące uzupełnień zgłoszone podczas cyklu spotkań prezentacyjnych w szerokim gronie ekonomistów polskich oraz stopniowo zmieniająca się sytuacja gospodarcza sprawiły, że zaproponowana została koncepcja drugiej części raportu, w którym więcej uwagi poświęcono kwestiom związanym z długookresowym wzrostem gospodarczym, zapewnieniem trwałej stabilności systemu finansowego oraz polskiej gospodarki. Celem tego raportu jest więc przedstawienie zagadnień szczególnie istotnych dla miejsca polskiej gospodarki na świecie po kryzysie.

Warto podkreślić, że przedstawione w drugiej części raportu długookresowe aspekty polityki gospodarczej mają charakter komplementarny, a nie substytucyjny względem sformułowanych w pierwotnym raporcie NBP proponowanych kierunków polityki gospodarczej i stanowią ich istotne uzupełnienie. Ponadto należy nadmienić, że wspieranie rozwoju gospodarki w średnim i długim okresie wymaga szczegółowej analizy wyzwań rozwojowych, z którymi konfrontowany jest obecnie nasz kraj, a także – co ważniejsze – sformułowania prognozy odnośnie do wyzwań, z jakimi będzie on konfrontowany w perspektywie kilkunastu czy kilkudziesięciu lat. Sformułowanie bardziej szczegółowych propozycji tego rodzaju przekracza jednak ramy wspomnianej publikacji.

Wśród najważniejszych wyzwań, przed którymi stoi Polska w długim okresie, wyróżnionych w drugiej części raportu³ znalazły się: tworzenie podstaw rozwoju gospodarki innowacyjnej opartej na wiedzy, budowanie kapitału ludzkiego służące rozwojowi gospodarczemu kraju, aktywna walka z bezrobociem strukturalnym, zmiany w systemie podatkowym oraz działania zmierzające do budowy stabilnego sektora finansowego, w tym sektora bankowego.

Jedną z najczęściej przywoływanych barier średnio- i długookresowego rozwoju Polski jest niedostateczna innowacyjność oraz niski stopień rozwoju gospodarki opartej na wiedzy. Długookresowe działania naprawcze powinny mieć charakter strukturalny, stopniowy, umożliwiający zmianę struktury bodźców na poziomie firm, instytucji publicznych oraz wyższych uczelni. Stopniowe podnoszenie nakładów na badania i rozwój nie powinno być związane z przebiegiem cyklu koniunkturalnego, nie należy też oczekiwać natychmiastowych efektów. Głównymi działaniami, jakie powinny zostać podjęte, są: koncentracja finansowania nauki ze środków publicznych na wybranych silnych ośrodkach naukowych oraz silnego powiązania finansowania z wynikami naukowymi, promowanie współpracy pomiędzy ośrodkami naukowymi i przedsiębiorstwami, a także tworzenie zachęt do inwestowania w projekty naukowe przez przedsiębiorstwa.

Oprócz omówionych innowacyjności i intensywniejszego opierania procesów gospodarczych na wiedzy innym ważnym czynnikiem, niezbędnym do szybkiego rozwoju Polski w średnim i długim okresie, jest dostatecznie silne tempo akumulacji kapitału ludzkiego. Dotyczy to w szczególności szkolnictwa wyższego, dzięki któremu pracodawcy mogą znaleźć na rynku pracy odpowiednią liczbę osób o wysokich, poszukiwanych przez siebie kwalifikacjach.

Jednym z ważniejszych problemów, na jaki zwraca się uwagę w kontekście wpływu obecnego kryzysu na rynki pracy, nie tylko w Polsce, ale i w większości rozwiniętych krajów świata, jest nie tyle wzrost bezrobocia na skutek spadku produkcji, ile obawa przed późniejszym utrzymaniem się bezrobocia na podwyższonym poziomie. Jak pokazują bowiem wcześniejsze doświadczenia, cykliczny wzrost bezrobocia niesie ryzyko przekształcenia się bezrobocia

³ *Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego – część II. Wnioski z dyskusji*, NBP, Warszawa 2010.

cyklicznego w bezrobocie o charakterze strukturalnym, czyli wystąpienia efektu histerezy bezrobocia. Utrzymywanie się wysokiego poziomu bezrobocia pociąga za sobą nie tylko niekorzystne skutki ekonomiczne (spadek dochodów ludności, obniżenie konsumpcji i agregatowego popytu, spadek dochodów budżetowych i wzrost wydatków sektora finansów publicznych, obniżenie potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego i tym samym tempa konwergencji gospodarki polskiej wobec średniej unijnej), ale i wysokie koszty społeczne (obniżenie jakości życia, poziomu zdrowia fizycznego i psychicznego, satysfakcji z życia zarówno bezrobotnych, jak i ich rodzin, wzrost przestępczości). Kluczowe zatem jest podejmowanie działań mających na celu zapobieganie przekształceniu się wzrostu bezrobocia w cykl koniunkturalny we wzrost bezrobocia o charakterze strukturalnym, mogącego utrzymywać się przez dłuższy czas. Działania te powinny być wielostronne, koncentrujące się na kilku aspektach funkcjonowania rynku pracy.

System podatkowy istotnie oddziałuje na gospodarkę, ponieważ podatki wpływają na decyzje obywateli i przedsiębiorstw w zakresie alokacji zasobów. System podatkowy generuje bodźce, które determinują wybór jednostek w zakresie wymiaru czasu pracy, czasu wolnego czy też poziomu oszczędności, konsumpcji i inwestycji. Przy dokonywaniu tych wyborów ważny jest nie tylko poziom opodatkowania, ale także struktura systemu podatkowego. Zniekształcający charakter podatków może prowadzić do zaburzeń w funkcjonowaniu mechanizmu rynkowego, a w efekcie do powstania tzw. kosztu martwego dla społeczeństwa (*dead-weight loss*). Z drugiej jednak strony podatki mogą być też wykorzystywane do korygowania niedoskonałości rynku (np. negatywnych efektów zewnętrznych) poprzez zmianę zachowań określonych jednostek. W świetle rozważań teoretycznych możliwe byłoby zatem zaprojektowanie systemu podatkowego w taki sposób, aby zminimalizować płynące z niego zniekształcenia. Według teorii ekonomii wszystkie podatki oprócz ryczałtu mają charakter zniekształcający, co może rodzić negatywne konsekwencje dla wzrostu gospodarczego. Zasadniczo uważa się przy tym, że negatywnie na wzrost gospodarczy w największym stopniu wpływa podatek dochodowy od osób prawnych (CIT), następnie podatek dochodowy od osób fizycznych (PIT), podatki od konsumpcji, a w najmniejszym stopniu podatki od nieruchomości.

Polski system bankowy wykazał wysoką odporność na szoki zewnętrzne, jednak obecny globalny kryzys finansowy udowodnił, że istnieje kilka obszarów w sferze regulacyjnej i nadzorczej, które wymagają reform. Są to w dużej mierze kwestie o charakterze strukturalnym oraz średnio- i długofalowym, wymagające uważnego zastanowienia i podjęcia działań w celu wzmocnienia odporności polskiego systemu bankowego w przyszłości. Obszarami tymi są finansowanie działalności banków, zarządzanie płynnością w bankach, zarządzanie ryzykiem kredytowym przez banki, zdolność banków do absorpcji szoków, zarządzanie korporacyjne w bankach, kształt nadzoru bankowego. W przyszłych reformach instytucjonalnych oraz nowych regulacjach, jakie prawdopodobnie będą następstwem wystąpienia kryzysu, należy uwzględnić wnioski z dotychczasowych doświadczeń Narodowego Banku Polskiego w tym kontekście.

Bogusław Pietrzak¹

O uwarunkowaniach i skali zaangażowania Narodowego Banku Polskiego w stabilizację systemu bankowego w okresie kryzysu

Pojęcie stabilności systemu bankowego, które nabrało szczególnego znaczenia w okresie kryzysu finansowego, wyprowadza się najczęściej z określenia stabilności systemu finansowego, wskazując, iż ze względu na rolę oraz funkcje pełnione przez banki stabilność sektora bankowego stanowi podstawę stabilności całego systemu finansowego.

Podejmując temat owej stabilności i zaangażowania polskiego banku centralnego w jej umacnianie w okresie kryzysu, już na wstępie należy zwrócić uwagę na niżej wymienione kwestie.

1) W warunkach braku jednoznacznej definicji stabilności finansowej, w tym także stabilności systemu bankowego, dla celów naszej analizy przyjmujemy określenie zastosowane w raporcie przygotowanym w NBP, gdzie za stabilność systemu finansowego uznaje się „stan, w którym pełni on swoje funkcje w sposób ciągły i efektywny, nawet w przypadku wystąpienia nieoczekiwanych zaburzeń o znacznej skali”². Ponieważ stabilność finansową uznaje się za swoistego rodzaju dobro publiczne, przyjmuje się, iż powinno ono być „dostarczane społeczeństwu w odpowiedniej ilości”³. W procesie tym podstawową rolę odgrywać musi bank centralny.

¹ Prof. dr hab., Katedra Skarbowości, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

² *Raport o stabilności systemu finansowego – grudzień 2009 r.*, NBP, Warszawa, grudzień 2009, s. 3.

³ O. Szczepańska, *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, Wyd. Nauk. Scholar, Warszawa 2008, s. 40.

2) Współczesne banki centralne stabilność finansową traktują jako priorytetowy, obok stabilności monetarnej (stabilność cen, stabilność pieniądza), cel swojej działalności, mimo że często nie umieszczają go, jak to się dzieje w przypadku celu monetarnego, w statutowych zapisach. Jest to jednak cel jak najbardziej realny, ściśle określony przez cechy banku centralnego wynikające z:

- a) trzech podstawowych funkcji, które wyznaczają bezpośrednie zadania banku centralnego w sferze stabilności finansowej;
- b) ścisłych związków między stabilnością monetarną wyznaczoną przez podstawowy cel banku centralnego a stabilnością systemu finansowego;
- c) konieczności spełniania kryteriów jakościowych działania współczesnych banków centralnych, takich jak niezależność, przejrzystość, społeczna odpowiedzialność i wiarygodność⁴.

Ad a) Funkcja banku państwa, której istotą jest to, iż jest on najważniejszym organem państwa w dziedzinie polityki gospodarczej dotyczącej sfery monetarnej i jest odpowiedzialny za stabilizację pieniądza, stwarza konieczność dbałości o instytucjonalne zaplecze realizacji polityki pieniężnej. Tak jak inne ogniwa systemu gospodarczego odpowiedzialne są za warunki spełniania przypisanych im funkcji w ramach polityki makroekonomicznej, podobnie bank centralny odpowiedzialny jest za stan systemu bankowego realizującego w praktyce założenia polityki pieniężnej.

Funkcja banku emisyjnego w szerokim ujęciu związana jest nie tylko z przywilejem (monopolem) emitowania pieniądza gotówkowego, ale również z regulowaniem ogólnej podaży pieniądza, a więc również tego kreowanego przez banki komercyjne oraz z organizowaniem obiegu pieniężnego. Zadania te mogą być prawidłowo wykonywane jedynie w warunkach stabilności systemu bankowego, co określa zainteresowania banku centralnego ową stabilnością.

Z kolei funkcja banku banków, oznaczająca to, że na rachunkach w banku centralnym utrzymują rezerwy pieniężne inne banki oraz że jest on dla nich źródłem rezerwy kredytowej (pożyczkodawcą ostatniej instancji), umożliwia

⁴ M. Kowalak, *Jakościowe aspekty polityki współczesnego banku centralnego*, „Bank i Kredyt” nr 3, 2006.

oddziaływanie na płynność w systemie bankowym i w rezultacie wpływa na jego stabilizację i pożądaną wielkość akcji kredytowej oraz na rozmiary pieniądza bezgotówkowego jako zasadniczej części globalnej podaży pieniądza.

Ad b) W sposób precyzyjny i przekonywający zależności te ujęła O. Szczepańska, pisząc: „Stabilność cen i stabilność finansowa są ze sobą ściśle powiązane, a zależność między tymi dwoma celami jest obustronna. Kondycja finansowa determinuje warunki realizacji polityki pieniężnej, natomiast skuteczność polityki pieniężnej ma wpływ na kształtowanie się sytuacji w tym systemie. Owa wzajemna relacja sprawia, iż banki centralne, będąc formalnie odpowiedzialne za stabilność cen, są zainteresowane również tym, aby system finansowy działał sprawnie i spełniał prawidłowo swoje funkcje”⁵.

O wadze owych relacji świadczy m.in. to, iż:

- instrumenty polityki pieniężnej (stopa procentowa, operacje otwartego rynku, stopa rezerw obowiązkowych, operacje kredytowo-depozytowe), oddziałując regulująco na płynność w sektorze bankowym, możliwą do zrealizowania wielkość akcji kredytowej i podaż pieniądza, wpływają jednocześnie na stabilizację warunków działania banków komercyjnych;
- stabilność systemu bankowego czy szerzej systemu finansowego jest warunkiem pomyślnej realizacji założeń polityki pieniężnej poprzez skuteczne działanie mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej i w rezultacie osiągnięcie pożądanego celu w postaci stabilności cen;
- banki centralne są instytucjami o długiej i bogatej historii aktywnego udziału w realizacji zadań na rzecz stabilności finansowej wchodzącymi w skład sieci bezpieczeństwa finansowego, do której wchodzi, oprócz banku centralnego, rządy, instytucje nadzoru finansowego i systemy gwarantowane depozytów; posiadają one w swojej dyspozycji szeroką gamę instrumentów zapobiegających kryzysom i pozwalających na skuteczne zarządzanie sytuacjami kryzysowymi, trzeba przy tym pamiętać, iż jednym z podstawowych warunków skutecznego działania sieci bezpieczeństwa finansowego jest klarowny podział kompetencji pomiędzy jej uczestników i ich odpowiedzialne współdziałanie.

⁵ O. Szczepańska, op.cit., s. 74.

Ad c) Spełnianie tych kryteriów pozytywnie oddziałuje na stabilizację sektora bankowego poprzez związki zachodzące między bankiem centralnym spełniającym trzy wymienione jego podstawowe funkcje a bankami komercyjnymi wypełniającymi w sensie operacyjno-wykonawczym przyjęte w założeniach polityki pieniężnej zadania.

Warunkiem pożądanego wykorzystania różnych form niezależności banku centralnego (ekonomicznej i politycznej, niezależności celu i instrumentów, niezależności instytucjonalnej, funkcjonalnej, finansowej i personalnej) jest jednocześnie spełnienie trzech pozostałych kryteriów jakościowych, które ograniczają możliwości przekształcania się potencjalnych, negatywnych konsekwencji owej niezależności w realne, odczuwalne przez sferę finansową i sferę realną skutki. W szczególności bank centralny jako instytucja o wysokiej autonomii chcąc uzyskać dużą wiarygodność, musi podejmować wiele działań na rzecz stabilności systemu bankowego. Tak m.in. postrzega społeczeństwo ową wiarygodność, na którą trzeba zapracować również poprzez szeroką komunikację z otoczeniem w sferze finansowej i realnej oraz odpowiedzialne i skuteczne decyzje skutkujące sukcesem w priorytetowej dla banku centralnego dziedzinie, jaką jest polityka pieniężna.

Drugie po kryterium niezależności jakościowe kryterium funkcjonowania współczesnych banków centralnych – przejrzystość – należy rozważać zarówno od strony formalnej (spełnienie formalnego obowiązku komunikowania się z otoczeniem), jak i materialnej (konieczność wyboru takich form i metod owej komunikacji, które umożliwiają odbiorcom odczytanie wyrażonych w nich intencji i informacji banku centralnego).

Przejrzystość należy więc traktować w szerokim ujęciu, tj. jako konieczność ujawnienia przez bank centralny informacji istotnych z punktu widzenia prowadzonej polityki pieniężnej, zapewnienie zrozumienia ich przez społeczeństwo i rynki finansowe. Wyróżnia się trzy typy przejrzystości: przejrzystość celu, przejrzystość wiedzy i przejrzystość operacyjną.

Przejrzystość celu można określić jako fakt ogłaszania celów osiągniętych przez bank centralny w przyjętym horyzoncie czasu.

Przejrzystość wiedzy to inaczej publikowanie informacji o danych gospodarczych i modelach wykorzystywanych przez bank centralny w polityce pieniężnej. Przejrzystość operacyjna dotyczy ujawnienia informacji o procesach

decyzyjnych w trakcie prowadzenia polityki pieniężnej. Rozszerzając traktując tę typologię P. Sotomska-Krzysztofik i O. Szczepańska⁶, wyróżniając:

- przejrzystość polityczną dotyczącą otwartości w ujawnianiu celów polityki banku centralnego łącznie z niezależnością banku centralnego w formułowaniu tych celów oraz stosowaniu metod służących do ich osiągnięcia;
- przejrzystość ekonomiczną dotyczącą publikowania danych statystycznych, modeli opisujących gospodarkę służących podejmowaniu decyzji oraz formułowaniu prognoz;
- przejrzystość proceduralną opartą na upowszechnieniu wiedzy na temat szczegółów dotyczących procesu decyzyjnego;
- przejrzystość prowadzonej polityki oznaczającą szybkie komunikowanie się z otoczeniem w sprawach podjętych decyzji i wyjaśniania podstaw ich podejmowania.

Przejrzystość operacyjna związana jest z informowaniem o rezultatach prowadzonej polityki, z ich oceną i interpretacją zdarzeń zarówno o charakterze pozytywnym, jak i negatywnym.

Mając na uwadze temat artykułu oraz jego cel, istotny jest również podział prowadzonej komunikacji banku centralnego na komunikację *ex ante* i *ex post*.

Przejrzystość *ex ante* dotyczy okresu normalnej aktywności rynków finansowych i polega na systematycznej publikacji różnego typu raportów, zwłaszcza na temat stabilności systemu finansowego i inflacji, komunikatów i publicznych wystąpień władz banku centralnego oraz innych przedstawicieli. Te narzędzia polityki komunikacyjnej powinny zawierać nie tylko informacje o istniejącym stanie, ale również o stanowisku banku centralnego dotyczącym sytuacji kryzysowych, szczególnie o zamierzeniach związanych z działaniami antykryzysowymi i pokryzysowymi.

Przejrzystość typu *ex post* dotyczy głównie działań podejmowanych w sytuacjach realnego zagrożenia bądź wystąpienia kryzysu, zwłaszcza w odniesieniu do pozostających w dyspozycji banku centralnego narzędzi polityki pieniężnej. Przyjmuje się, iż w systemie finansowym bank centralny odgrywa w procesie

⁶ P. Sotomska-Krzysztofik, O. Szczepańska, *Polityka informacyjna banków centralnych jako instrument wspierania stabilności systemu finansowego*, „Materiały i Studia NBP” nr 200, Warszawa, styczeń 2006, s. 9.

komunikacji ze społeczeństwem i rynkami finansowymi rolę zasadniczą, „ponieważ kształtuje on warunki działania tego systemu, wpływa swoimi decyzjami na środowisko bankowe oraz dysponuje największymi zasobami informacji o całym systemie. Za pomocą dostarczania informacji i upowszechnienia wiadomości zapoznaje on rynki finansowe oraz społeczeństwo z celami, do których zmierza, decyzjami i działaniami, które podejmuje, oraz wyjaśnia politykę, którą prowadzi. Część procesu komunikacji stanowi element formalny, tj. wymagany przez przepisy prawa, natomiast wiele dodatkowych informacji jest przekazywanych przez banki centralne dobrowolnie”⁷.

Skutecznymi narzędziami komunikacji banku centralnego wykorzystywanymi na szeroką skalę są:

- publikowane dokumenty o charakterze deklaracyjnym zawierające informacje o przyjętych celach, wynikających z nich zadaniach i określonych narzędziach realizacji; należą do nich głównie dokumenty określające przyjętą do realizacji strategię banku w średnim i długim horyzoncie czasowym, a także prezentowanie w różnej postaci założenia polityki pieniężnej najczęściej na okres roczny;
- raporty dotyczące dwu podstawowych obszarów działalności banku centralnego, tj. polityki pieniężnej – raporty o inflacji i stabilności finansowej – raporty o stabilności systemu finansowego;
- publiczne wystąpienia władz banku i innych jego przedstawicieli zawierające informacje o intencjach i przewidywanych bądź podjętych przedsięwzięciach;
- różnego typu media (internet, czasopisma, radio, telewizja) służące do szybkiego przekazywania określonego rodzaju informacji; najszybszym sposobem porozumiewania się banku centralnego są komunikaty prasowe.

Trzecie z jakościowych kryteriów funkcjonowania banku centralnego, wiarygodność, określane jest jako wiara społeczeństwa, a zwłaszcza uczestników rynków finansowych w osiągnięcie przez bank centralny wyznaczonych i podanych do publicznej wiadomości celów i narzędzi ich urzeczywistnienia w dwu już wielokrotnie tu wymienianych, podstawowych dziedzinach funkcjonowania banku centralnego, a związanych z utrzymaniem stabilnego

⁷ Ibidem, s. 6.

(niskiego) poziomu cen oraz stabilnego systemu bankowego, szerzej systemu finansowego.

Z. Polański słusznie zwraca uwagę, iż podstawowymi czynnikami sprzyjającymi wiarygodności i zaufaniu społeczeństwa do prowadzonej przez bank centralny polityki, w tym również w sferze stabilności finansowej, są:

- właściwie dobrane cele,
- zapewnienie niezależności banku centralnego, przejrzystości i odpowiedzialności,
- koordynacja elementów polityki makroekonomicznej (zwłaszcza fiskalnej) i strukturalnej z polityką monetarną⁸.

Dla stabilności finansowej problem zgodności podejmowanych na rzecz jej wzmocnienia, bądź w okresie kryzysu przywracania, polityki budżetowej prowadzonej przez rząd z polityką monetarną prowadzoną przez bank centralny ma zasadnicze znaczenie.

Czwarte kryterium – odpowiedzialność demokratyczna banku centralnego – wiąże się z koniecznością tworzenia takiego mechanizmu, który umożliwiłby poddanie polityki pieniężnej, a także związanej z nią stabilności finansowej, publicznej ocenie. Wymaga to przede wszystkim jednoznacznego określenia celów w wymienionych i powiązanych ze sobą dwu obszarach działalności banku centralnego, zapewnienia przejrzystości i wiarygodności, a ponadto wyraźnego wskazania instytucji i zasad pozwalających na spełnienie owego kryterium.

Po zaprezentowaniu podstaw systemowych uzasadniających konieczność zaangażowania banku centralnego w umacnianie stabilności finansowej należy określić skalę i charakter zaangażowania Narodowego Banku Polskiego w okresie kryzysu finansowego oraz odpowiedzieć na pytania: czy nasz bank centralny wykorzystał istniejące możliwości i czy zastosowanie odpowiednich narzędzi przyniosło pozytywne rezultaty?

Na oba pytania udzielam odpowiedzi pozytywnej, opierając się na rezultatach lektury wielu dokumentów i opracowań Narodowego Banku Polskiego. Wśród nich na szczególną uwagę zasługują dwa:

⁸ Z. Polański, *Wiarygodność banku centralnego a cele polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” nr 6, 1998.

- opracowanie pt. „Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego”, NBP, Warszawa 2009,
- „Raport o stabilności systemu finansowego, grudzień 2009”, NBP, Warszawa, grudzień 2009.

Zaprezentowane w pierwszym z wymienionych dokumentów stanowisko polskiego banku centralnego wykracza poza obszar związany ze stabilizacją systemu bankowego czy szerzej – systemu finansowego. Tym kwestiom poświęcone zostały bezpośrednio trzy fragmenty opracowania dotyczące:

- wpływu światowego kryzysu finansowego na sytuację sektora bankowego; przeprowadzona tu analiza opiera się na omówieniu poszczególnych kanałów oddziaływania kryzysu finansowego na sektor bankowy; wśród nich wyróżniono kanały: kredytowy, finansowania, rynkowy, właścicielski, makroekonomiczny, kapitałowy oraz kanały pośrednie: rynkowy i kredytowy, a także kanał zaufania; wyróżnienie tych kanałów oraz stanowisko NBP w sprawie ich oddziaływania na sytuację w polskim sektorze bankowym uzyskano dzięki rzetelnemu badaniu dotyczącemu specyfiki działania owych kanałów oraz jego skutków dla stabilności polskiego sektora bankowego; uzyskana wiedza ma istotne znaczenie dla wyboru na rzecz stabilizacji sektora bankowego, a także dla sformułowania propozycji dalszych działań;
- działań antykryzysowych w zakresie stabilizacji systemu finansowego (zestaw tych działań będzie omawiany w dalszej części artykułu);
- propozycji dalszych przedsięwzięć na rzecz stabilizacji sektora bankowego (o tych propozycjach piszę w końcowej części artykułu).

Cały dokument odzwierciedla szeroki punkt widzenia Narodowego Banku Polskiego uwzględniający wcześniej omówione podstawy systemowe obejmujące jego funkcje, priorytetowe dziedziny funkcjonowania i zadania wykonywane w ich ramach, a także związane z nimi uprawnienia i obowiązki. To owe konstytucyjne i statutowe uprawnienia i obowiązki upoważniają, a nawet stwarzają konieczność prezentacji stanowiska banku centralnego nie tylko w sprawach bezpośrednio związanych z systemem bankowym jako podstawowym ogniwem systemu finansowego, ale również z makro- i mikroekonomicznymi, wewnętrznymi i zewnętrznymi uwarunkowaniami jego funkcjonowania. Tak więc wszechstronne, wieloaspektowe odniesienia NBP do sytuacji kryzysowych

zostało (tak mi się wydaje) podyktowane jego uprawnieniami i obowiązkami wynikającymi z wyżej wymienionych uwarunkowań decydujących o roli banku centralnego w przeciwdziałaniu negatywnych następstw kryzysu finansowego. W dokumencie dominuje podejście makro i sektorowe. Szkoda, że Narodowy Bank Polski, dysponując potężnym potencjałem analityczno-badawczym również w sferze mikroekonomicznej, nie zaprezentował w omawianym dokumencie swojego stanowiska dotyczącego sytuacji w skali mikro, np. w odniesieniu do podmiotów sfery realnej – przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Wypełniając funkcję banku państwa, NBP ma prawo (i z tego prawa skorzystał), a nawet obowiązek publicznego wyrażania swojego stanowiska w sprawach, które stanowią przedmiot opracowania, a dotyczących:

- diagnozy kryzysu z uwzględnieniem przyczyn kryzysu, jego wpływu na gospodarki wybranych grup krajów oraz wpływu kryzysu na gospodarkę Polski, w tym na sytuację sektora bankowego i sektora finansów publicznych i z prezentacją Polski na tle regionu;
- dotychczasowych działań antykryzysowych w Polsce w zakresie stabilizacji systemu finansowego, utrzymania aktywności gospodarczej, uwarunkowań instytucjonalnych wewnętrznych i zewnętrznych oraz scenariuszy rozwoju sytuacji;
- strategii antykryzysowych obejmujących propozycje strategii konsolidacji finansów publicznych, reform strukturalnych rynku dóbr i usług oraz rynku pracy, polityki sektorowej, sektora nieruchomości i budownictwa, wykorzystywania funduszy unijnych i poprawy finansowania inwestycji oraz propozycje związane z sektorem bankowym.

Do kwestii najbardziej nas interesujących należy niewątpliwie zestaw podjętych już i proponowanych na przyszłość działań Narodowego Banku Polskiego, który świadczy o skali jego zaangażowania w stabilizację systemu bankowego.

W literaturze wskazuje się, iż w warunkach poważnego kryzysu (taki właśnie charakter miał ostatni kryzys o zasięgu globalnym) banki centralne wyposażone w odpowiednie kompetencje, ale jednocześnie obciążone ogromną odpowiedzialnością, mogą wykorzystywać zbiór narzędzi z zakresu:

- klasycznych instrumentów polityki pieniężnej,
- zasilania banków w kapitał,

- tworzenia specjalnych instytucji zarządzających aktywami niskiej jakości, przy czym w dwu ostatnich przypadkach działania prowadzone są często we współpracy z rządem bądź innymi instytucjami sieci bezpieczeństwa finansowego⁹.

Nasz bank centralny skoncentrował się na pierwszej z wymienionych grup narzędzi skierowanych na ograniczenie ryzyka płynności banków oraz ich ryzyka walutowego. Wyraźnie wskazuje się na to w dokumencie „Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego”, stwierdzając, iż „NBP poszerzył wachlarz instrumentów wykorzystanych dla stabilności systemu finansowego, przede wszystkim bankowego, oraz potencjalnie poprawiających warunki kredytowania gospodarki przez banki. Działania te można podzielić na dwie podstawowe kategorie: te ukierunkowane na ograniczenie ryzyka związanego z zaburzeniem funkcjonowania międzybankowych rynków finansowych, a co za tym idzie ryzyka płynności wielu banków, oraz prowadzone w obszarze zasilania płynnościowego indywidualnych banków”¹⁰, ujęte w pakiecie zaufania z października 2008 r. i realizowane poza pakietem.

Do zestawu podjętych przez Narodowy Bank Polski działań na rzecz stabilności systemu finansowego należy zaliczyć¹¹:

- systematyczne obniżanie stóp procentowych; stopa procentowa kredytu lombardowego w grudniu 2008 r. wynosiła 6,50, a w grudniu 2009 r. – 5,0; stopa redyskonta weksli w wymienionych wyżej terminach wynosiła odpowiednio 5,25 i 3,75; stopa oprocentowania kredytu refinansowego kształtowała się na poziomie 7,50 i 6,00; stopa depozytowa obniżona została w tym okresie z 3,50 do 2,00; minimalna stopa rentowności operacji otwartego rynku obniżona została z 5,00 do 3,50;
- wprowadzenie dostrajających operacji zasilających otwartego rynku w formie transakcji rapo o okresie zapadalności początkowo (od października 2008 r.) do 3 miesięcy, a następnie do 6 miesięcy, z poszerzeniem grupy

⁹ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, NBP, Warszawa, listopad 2004, s. 9.

¹⁰ *Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego*, NBP, Warszawa 2009, s. 38.

¹¹ *Ibidem*, s. 90 i dalsze.

banków, z którymi NBP prowadzi operacje dostrajające, oraz utrzymaniem emisji 7-dniowych bonów pieniężnych NBP;

- rozszerzenie listy aktywów mogących stanowić zabezpieczenie kredytu lombardowego;
- złączenie systemu zabezpieczeń kredytu lombardowego i operacji otwartego rynku;
- wprowadzenie kredytu refinansowego zabezpieczonego depozytem walutowym;
- obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 3% wywołujące skutek w postaci wzrostu wartości płynnych środków finansowych banków o 3,3 mld zł;
- przedterminowy wykup obligacji NBP doprowadzający do wzrostu płynnych środków finansowych banków o 8,2 mld zł;
- wprowadzenie transakcji swapów walutowych w celu umożliwienia bankom uzyskania od NBP pożyczki w walutach obcych z 7-dniowym (przy transakcjach CHF/PLN) okresem zapadalności oraz maksymalnie 28-dniowym (przy transakcjach EUR/PLN i USD/PLN) okresem zapadalności;
- zaciągnięcie pożyczki CHF w Narodowym Banku Szwajcarskim w celu zabezpieczenia zapotrzebowania banków komercyjnych na franki szwajcarskie; Narodowy Bank Polski zapewnił również pożyczanie euro EBC.

Prezentując zestaw wykorzystanych przez NBP narzędzi na rzecz stabilności systemu finansowego, należy podkreślić fakt uczestniczenia banku centralnego w powołanym 7 listopada 2008 r. Komitecie Stabilności Finansowej, mającym na celu utrzymanie i wzmocnienie stabilności finansowej oraz zacieśnienie współpracy między Ministerstwem Finansów, Narodowym Bankiem Polskim i Komisją Nadzoru Finansowego. Powołanie tego Komitetu służyć ma zwłaszcza dokonywaniu ocen oddziaływania czynników zewnętrznych i wewnętrznych na stan polskiego systemu finansowego, koordynacji działań członków Komitetu w sytuacji zagrożenia stabilności polskiego systemu finansowego oraz przygotowaniu procedur współdziałania w sytuacjach kryzysowych grożących destabilizacją finansową.

W ocenie zawartej w cytowanym dokumencie „Działania NBP i rządu mają charakter komplementarny i powinny stanowić spójną całość [...] niestety [...] liczne działania rządu zostały podjęte z pewnym opóźnieniem, [...] część

rozwiązań rządowych nie została wykorzystana przez instytucje finansowe, pomimo istnienia obiektywnych do tego przesłanek. [...] Przyczyny wystąpienia tej sytuacji nie są do końca jasne¹².

Natomiast co do działań Komisji Nadzoru Bankowego stwierdza się, iż „otoczenie regulacyjne polskiego sektora bankowego jest dobrze dostosowane do sytuacji kryzysowej. Przykładem może być fakt, iż Komisja Nadzoru Bankowego wydała uchwałę odnoszącą się do zarządzania ryzykiem płynności już w roku 2007 [...] W okresie zaburzeń na rynkach finansowych szereg działań podjęła również Komisja Nadzoru Finansowego. W okresie kryzysu KNF zintensyfikowała monitoring banków [...] podjęła starania o pozostawienie w bankach zysku za 2008 r. i ich wzmocnienie kapitałowe [...] niemal wszystkie banki zareagowały pozytywnie, dzięki czemu baza kapitałowa wzmocniła się. KNF wprowadziła również dzienny monitoring stanu lokat polskich filii zagranicznych grup bankowych banków w ich instytucjach dominujących”¹³.

Trzeba tu jeszcze dodać, iż działania podejmowane w Polsce w ramach sieci bezpieczeństwa finansowego na rzecz stabilności finansowej (rząd – Plan stabilności i rozwoju, NBP – działanie zawarte w Pakiecie zaufania i w ramach bieżącej działalności poza Pakietem, Komisja Nadzoru Finansowego – działania wyżej wskazane, Bankowy Fundusz Gwarancyjny – zwiększenie poziomu ochrony depozytów z 22 500 euro do 50 000 euro) prowadzone były równoległe z przedsięwzięciami podejmowanymi na rzecz utrzymania wzrostu gospodarczego, co dodatkowo wzmocniało skuteczność tych pierwszych.

Na rzecz wzmocnienia możliwości skutecznego działania wykorzystanych przez Narodowy Bank Polski narzędzi stabilizacji systemu bankowego pracowały jeszcze do tej pory niewymieniane dwa czynniki:

- realizacja strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, w ramach której „Bank centralny nie koncentruje się na pojedynczym wskaźniku, natomiast bierze pod uwagę każdą dostępną informację o czynnikach zagrażających wykonaniu przyjętego na dany rok celu inflacyjnego”¹⁴; pomyślna realiza-

¹² Ibidem, s. 41.

¹³ Ibidem, s. 41 i 42.

¹⁴ *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999–2003*, NBP, Warszawa, wrzesień 1998.

cja strategii bezpośredniego celu inflacyjnego wymaga więc dostarczenia Radzie Polityki Pieniężnej odpowiedzialnej za rezultaty prowadzonej polityki pieniężnej takiego zasobu informacji, który uwzględnia cały zestaw czynników oddziaływających na procesy inflacyjne; w takiej sytuacji koniecznością jest istnienie rozbudowanego potencjału analityczno-badawczego banku centralnego pozwalającego na dostarczanie na bieżąco bogatego zestawu informacji dotyczących owych czynników inflacyjnych (krajowych i zagranicznych, ekonomicznych, społecznych i politycznych, makro- i mikroekonomicznych itd.); takim potencjałem Narodowy Bank Polski dysponuje; powołany Instytut Ekonomiczny wspierany przez pionierzy analityczno-badawcze innych departamentów zapewnia niezbędne dane dla pomyślnej realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego z wykorzystaniem wszystkich dostępnych instrumentów polityki pieniężnej, które jednocześnie działają skutecznie w sferze stabilności systemu finansowego, w tym w szczególności systemu bankowego;

- istnienie i wszechstronna realizacja strategii edukacji ekonomicznej Narodowego Banku Polskiego; w dokumencie poświęconym temu odcinkowi działalności banku centralnego czytamy: „Strategia edukacji ekonomicznej Narodowego Banku Polskiego na lata 2010–2012» stanowi uszczegółowienie »Strategii zarządzania NBP na lata 2009–2012«, która wskazuje jako jeden z celów strategicznych Narodowego Banku Polskiego przyczyniających się do realizacji wizji rozwoju NBP podniesienie wiedzy ekonomicznej i zwiększenie społecznej świadomości roli i misji banku centralnego w życiu gospodarczym»¹⁵.

Już w tej chwili NBP prowadzi następujące działania wzmacniające stan wiedzy ekonomicznej społeczeństwa¹⁶:

- projekty z zakresu edukacji ekonomicznej adresowane do szerokiego kręgu odbiorców, w szczególności do środowisk szkolnych, akademickich, liderów opinii i osób zaufania społecznego (dziennikarzy, analityków makroekono-

¹⁵ *Strategia edukacji ekonomicznej Narodowego Banku Polskiego na lata 2010–2012*, NBP, Departament Edukacji i Wydawnictw, Warszawa, s. 5.

¹⁶ *Ibidem* oraz *Działalność edukacyjna Narodowego Banku Polskiego*, NBP, Departament Edukacji i Wydawnictw, Warszawa.

micznych, nauczycieli, księży, pastorów, działaczy religijnych, administracji państwowej, prokuratorów i sędziów, liderów związkowych);

- rozbudowa i stała aktualizacji portalu edukacji ekonomicznej NBP;
- promowanie działalności edukacyjnej na forum ESBC;
- rozpowszechnianie w społeczeństwie i sektorze bankowym wiedzy na temat UGiW i euro za pośrednictwem serwisu internetowego, kampanii informacyjno-promocyjnych, dystrybucji materiałów informacyjnych i promocyjnych na temat euro;
- współpraca techniczna i szkoleniowa z bankami centralnymi krajów przebywających w fazie transformacji.

W działalności edukacyjnej na szeroką skalę wykorzystywane są rezultaty prac analityczno-badawczych Instytutu Ekonomicznego i innych departamentów Narodowego Banku Polskiego dotyczących zwłaszcza dwu sfer działania banku centralnego, tj. stabilizacji monetarnej i stabilności systemu finansowego.

Można więc stwierdzić, iż realizacja przyjętej strategii edukacji ekonomicznej przyczynia się do spełnienia dwu zwłaszcza kryteriów jakościowych banku centralnego, a mianowicie kryterium wiarygodności i przejrzystości, odgrywających ważną rolę we wzmacnianiu stabilności systemu finansowego i jego podstawowego członu – systemu bankowego.

Przechodząc do końcowej części artykułu, można uznać, że ocena efektów zaangażowania Narodowego Banku Polskiego w stabilizację polskiego systemu bankowego generalnie jest pozytywna.

Opierając się na danych Narodowego Banku Polskiego i Komisji Nadzoru Finansowego¹⁷ dotyczących trzech kwartałów 2009 r., można stwierdzić następujące fakty:

- choć wyniki finansowe sektora bankowego za pierwsze trzy kwartały 2009 r. uległy poważnemu pogorszeniu (o 44,6% w porównaniu z trzema kwartałami 2008 r.) w wyniku silnego wzrostu wartości kredytów zagrożonych prowadzącego do wzrostu kosztów ryzyka kredytowego oraz w wyniku niższej marży odsetkowej netto, sektor ten utrzymał dodatnią zyskowość i dwucyfrowy zwrot z kapitału;

¹⁷ *Raport o stabilności...*, op.cit.; *Informacja o sytuacji banków w okresie styczeń–wrzesień 2009 r.*, UKNF, Warszawa 2009.

- sytuacja płynnościowa sektora bankowego poprawiła się w porównaniu z sytuacją z przełomu lat 2008 i 2009; stwierdza się utrzymanie stabilnej sytuacji w zakresie płynności;
- występująca niepewność dotycząca perspektyw jakości portfela kredytowego prowadziła do dalszego zaostrzenia polityki kredytowej, co z kolei określało niską dynamikę akcji kredytowej i mniejsze możliwości zwiększania przychodów przez banki;
- spadek depozytów sektora przedsiębiorstw rekompensowany był silnym wzrostem depozytów gospodarstw domowych;
- nastąpiło rekordowe zwiększenie kapitałów i silny wzrost współczynnika wypłacalności;
- dokonana została zmiana struktury walutowej nowo udzielanych kredytów mieszkaniowych polegająca na przewadze kredytów w złotych;
- następuje stopniowe wygasanie problemu walutowych transakcji pochodnych.

Syntetycznej oceny sytuacji w sektorze bankowym dokonuje Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, który we wspomnianym dokumencie stwierdza: „Pomimo silnego pogorszenia dochodowości (głównie przez wzrost odpisów) sytuacja sektora bankowego w pierwszych trzech kwartałach br. [2009 r. – przyp. mój, B.P.] pozostawała stabilna. Jednocześnie dzięki rekordowemu wzrostowi bazy kapitałowej banków, do jakiego doszło w tym okresie, zdecydowanie wzrosła stabilność sektora bankowego (w tym jego zdolność do absorbowania potencjalnych strat) oraz zwiększył się potencjał rozwoju akcji kredytowej. Tym samym średniookresowe perspektywy rozwoju sektora bankowego nie budzą obaw [...] Utrzymanie stabilności sektora bankowego wymaga kontynuowania działań dostosowawczych i zapobiegawczych po stronie banków oraz stabilizacji ich otoczenia gospodarczego. To ostatnie jest jednak szczególnie trudne, zważywszy że większość zagrożeń wynika z wydarzeń mających miejsce poza Polską”¹⁸.

Wnioski z przeprowadzonych rozważań są następujące:

- 1) Narodowy Bank Polski właściwie, z uwzględnieniem odpowiedzialności, jaka na nim ciąży, wykorzystał możliwości (uprawnienia), jakie mu przysłu-

¹⁸ Ibidem.

gują z racji pełnienia trzech podstawowych funkcji (banku państwa, banku banków i banku emisyjnego) w procesie oddziaływania na stabilizację systemu bankowego.

- 2) W ramach istniejących możliwości wyboru spośród wymienionych trzech zestawów działań na rzecz stabilizacji finansowej, tj. klasycznych instrumentów polityki pieniężnej, zasilania banków w kapitał oraz tworzenia specjalnych instytucji zarządzających aktywami niskiej jakości bądź stosowania wszystkich, Narodowy Bank Polski wybrał pierwszą grupę narzędzi.
- 3) W procesie tym wykorzystał znajomość wzajemnych związków między stabilnością finansową i stabilnością monetarną. Poprzez instrumenty polityki pieniężnej oddziaływał stabilizująco jednocześnie na warunki działania (płynność) banków komercyjnych kształtujące z kolei możliwości w sferze akcji kredytowej i kreacji pieniądza, a także pobudzająco na wzrost gospodarczy.
- 4) W polskiej sieci bezpieczeństwa finansowego Narodowy Bank Polski odegrał wiodącą rolę, wykorzystując swój bogaty potencjał analityczno-badawczy oraz swoją pozycję w systemie finansowym poprzez wypełnianie czterech jakościowych kryteriów, tj. niezależności, wiarygodności, przejrzystości i demokratycznej odpowiedzialności.
- 5) Czynnikiem poważnie wzmacniającym zaangażowanie Narodowego Banku Polskiego w proces stabilizacji systemu bankowego był realizowany z powodzeniem i pozytywnie odbierany przez społeczeństwo i rynki finansowe program edukacji ekonomicznej.

Uzyskane w trakcie systematycznie i konsekwentnie prowadzonych przez NBP analiz i badań dotyczących skutków kryzysu w sferze stabilności finansowej pozwoliły bankowi centralnemu w dokumencie „Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego” sformułować stanowisko dotyczące przewidywanych dwu scenariuszy: bazowego i ostrzegawczego. Realizacja scenariusza bazowego może prowadzić do pogorszenia kondycji polskiego systemu finansowego, w szczególności bankowego, ale nie będzie stwarzała zagrożeń dla jego stabilności. W związku z powyższym konieczność wprowadzenia nowych, oprócz już podjętych, działań wydaje się ograniczona. Należy jedynie dokończyć realizację tych działań, które są nadal w fazie projektowania lub zatwierdzenia¹⁹.

¹⁹ *Polska wobec...*, op.cit., s. 85.

Scenariusz ostrzegawczy stwarza istotny wzrost zagrożeń dla stabilności systemu finansowego. Wskazany w dokumencie zestaw owych zagrożeń jest na tyle poważny, iż skłonił Narodowy Bank Polski do sformułowania wielu propozycji koniecznych działań w zakresie czterech grup przedsięwzięć dotyczących:

- „• utrzymania aktywnego wsparcia polskich filii banków zagranicznych i instytucji kredytowych przez podmioty dominujące,
- stworzenia możliwości uzupełnienia kapitałów banków na wypadek braku działań ze strony ich inwestorów strategicznych,
- zapewnienia im dostępu do płynności złotowej i walutowej oraz możliwości zabezpieczenia ryzyka kursowego na wypadek ponownego załamania się rynku i poważnego ograniczenia możliwości wsparcia ze strony banków-matek,
- stworzenia możliwości ograniczenia ryzyka płynności finansowania (uzupełnienia pokrycia luki finansowania) przez banki w razie spadku wielkości depozytów w bankach i ograniczenia możliwości pozyskania finansowania z zagranicy”²⁰.

Przytoczony cytat z dokumentu NBP wskazuje na ostrożność w formułowaniu optymistycznych opinii o rozwoju sytuacji w przyszłości. Należy mieć nadzieję, iż wariant ostrzegawczy nie będzie miał możliwości spełnienia się.

²⁰ Ibidem, s. 86.

Alfred Janc¹

Banki centralne w dobie kryzysu. Czy dysponujemy już naukową refleksją na ten temat?

1. Geneza i skutki kryzysu

W latach 2007–2009 doszło do znacznych zaburzeń na rynkach finansowych² i w wielu instytucjach finansowych praktycznie na całym świecie. Zjawiska te, wymagając bezprecedensowej – jak się wydaje – ingerencji ze strony rządów wielu państw oraz ze strony licznych instytucji międzynarodowych, wpłynęły także na gospodarki w znacznej części świata. Skala podejmowanych interwencji, wdrażanych programów pomocowych, a także programów stabilizacyjnych, przypominając o Wielkim Kryzysie lat 20. XX w. i jego następstwach, odnosiła się do skutków zjawisk porównywalnych z tymi sprzed około ośmiu dziesięcioleci, dotycząc jednak bardziej rozwiniętych współczesnych gospodarek i ich sektorów finansowych funkcjonujących w warunkach globalizacji. Okazywało się zatem stopniowo, że początkowo mało istotne zaburzenia w funkcjonowaniu rynku kredytów hipotecznych w USA, ujawniające się na początku drugiej połowy 2007 r., w kolejnych miesiącach nabierały impetu, wywołując coraz poważniejsze skutki w instytucjach finansowych, na rynkach i w gospodarkach, także poza Stanami Zjednoczonymi.

¹ Prof. dr hab., Katedra Bankowości, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.

² Rynkami finansowymi uwikłanymi w zjawiska kryzysowe ostatnich lat były w zasadzie, jakkolwiek w różnej skali, wszystkie rynki z pełnej listy segmentów składających się na rynki finansowe, a zatem – np. zgodnie z klasyfikacją A. Sławińskiego (2006) – rynki pieniężne, kapitałowe, instrumentów pochodnych, walutowe, a także – o czym warto pamiętać – rynki depozytowo-kredytowe, a wśród nich rynek kredytów hipotecznych.

Wkrótce stało się jasne, że wiele operacji na rynkach finansowych odbywało się w okolicznościach, które prowadziły do oderwania się transakcji finansowych od sfery realnej, prowadząc do formowania baniek spekulacyjnych. Uprawiana na wielu rynkach i w wielu instytucjach finansowych tzw. inżynieria finansowa zaowocowała, jak się okazywało, licznymi instrumentami, których „toksyczność” stopniowo skutkowała fatalnymi nastrojami na rynkach, nieoczekiwanymi wcześniej zmianami cen, załamaniem prognoz itd. Liczne instytucje finansowe zaczęły borykać się z poważnymi problemami w swojej działalności m.in. w związku z zagrożeniem płynności. Symbolicznym wydarzeniem, które zachwiało wiarą w możliwość autosanacji, był upadek znanego banku inwestycyjnego Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. W takich okolicznościach politycy w wielu krajach, współpracując z bankami centralnymi, uruchomili programy wsparcia dla sektora finansowego, których celem było zapobieżenie krachowi na skalę globalną. Skala i zakres tych programów wywoływały liczne w ostatnich miesiącach wątpliwości m.in. co do niezawodności mechanizmów rynkowych i roli interwencjonizmu państwowego. Jednocześnie podejmowane były próby identyfikacji przyczyn, które we wnętrzu ważnych systemowo instytucji finansowych leżały u podstaw pojawiających się zakłóceń. Wskazywano m.in. na niepoohamowane dążenie do uzyskiwania nadzwyczajnie wysokich zysków, skutkujących np. ogromnymi premiami dla kadry zarządzającej m.in. bankami inwestycyjnymi.

Nie wszystkie rynki w równym stopniu zostały dotknięte zjawiskami kryzysowymi, podobnie jak nie wszystkie narodowe instytucje finansowe ucierpiały w identycznej skali w rezultacie kryzysu. Przykładowo, w niektórych bankach, szczególnie w bankach inwestycyjnych, ponadprzeciętny apetyt na ryzyko doprowadził do ujawnienia licznych problemów natury finansowej, wymagających interwencji ze strony nadzorców finansowych i polityków. Jednakże w znacznej liczbie instytucji rynku finansowego nie doszło do sprzecznego z regułami bezpiecznej i sprawnej gospodarki finansowej zaangażowania w instrumenty finansowe wątpliwej wartości. Banki realizujące umiarkowane w kontekście ryzyka strategie biznesowe i zarządzane w sposób konserwatywny nie odczuły kryzysu aż w takim stopniu, by zagrażało to ich egzystencji. Jednocześnie podjęte relatywnie szybko działania na rzecz sanacji portfeli, ograniczenia dostępu do kredytów, zmniejszenia kosztów (m.in. poprzez ograniczenie zatrudnienia i płac), zagwarantowania płynności finansowej itp. zaowocowały podtrzyma-

niem przez większość banków zdolności do wypełniania podstawowych funkcji w obszarze pośrednictwa finansowego. W otoczeniu – w systemie bankowym – dochodziło do znaczących przewartościowań w funkcjonowaniu banków centralnych, nadzorów finansowych, funduszy gwarancyjnych i innych instytucji. Dodatkowo modyfikowano reguły prawa w intencji dostosowania standardów do wyzwań pojawiających się w rezultacie kryzysu. W tym kontekście warto dostrzec relatywnie dobrą sytuację banków funkcjonujących w Polsce, a w rezultacie – w ramach oczywistego sprzężenia zwrotnego – pozytywne wyniki odnotowywane przez polską gospodarkę w okresie kryzysu.

Refleksja nad reperkusjami kryzysu, formułowana w 2010 r., nakazuje przede wszystkim zastanawiać się nad odpowiedzią na pytanie, czy ogłaszany na wielu rynkach i w gospodarkach koniec kryzysu jest już faktem. W Europie, ale nie tylko, w pierwszych miesiącach 2010 r. poważne są przecież reperkusje załamania gospodarczego Grecji. W rezultacie zaburzenia na rynku np. walutowym, ale przecież i na licznych giełdach papierów wartościowych – praktycznie na całym świecie – są faktem, który generuje niepewność oraz pytania co do scenariusza kolejnych wydarzeń i charakteru trendów w dalszej przyszłości. Poszukiwane są dostosowane do wyzwań rozwiązania zarówno w sferze instytucjonalnej (m.in. dotyczące banku centralnego), jak i w obszarze legislacji. Formułowane są liczne – jak to zazwyczaj bywa w czasach niezwykłych – ostrzeżenia czy nawet proocstwa ze strony ekspertów, odbywają się seminaria naukowe i konferencje poświęcone kryzysowi i stosownym remediom, ukazują się publikacje naukowe, których autorzy odnoszą się do kryzysu w pogłębiony już sposób i w intencji sformułowania naukowej refleksji dotyczącej m.in. niezbędnych zmian systemowych.

2. Znaczenie banków centralnych dla stabilności finansowej

Znaczną, być może najbardziej istotną rolę w okresie kryzysu i w okresie wychodzenia z kryzysu odgrywają we współczesnych systemach finansowych banki centralne. Ta rola została w ostatnich 2–3 latach zaakcentowana wieloma działaniami o charakterze interwencyjnym, zarówno w odniesieniu do banków komercyjnych, jak i w odniesieniu do rynków oraz instrumentów wykorzystywa-

nych na tych rynkach. W te stwierdzenia wpisuje się działalność amerykańskiego Systemu Rezerwy Federalnej, Europejskiego Banku Centralnego i Narodowego Banku Polskiego. Pakiety obejmujące konkretne przedsięwzięcia, wdrażane przez NBP w latach 2008–2009, odnosiły się do sfery płynności banków, utrzymania tempa i skali akcji kredytowej banków oraz do stabilności rynków. Warto przy tym pamiętać, że przewidywanie możliwości wystąpienia zjawisk kryzysowych na rynku i w instytucjach finansowych w Polsce uczyniła z NBP już pod koniec 2007 r. inicjatora i orędownika powołania do życia Komitetu Stabilności Finansowej. Zasługi tej instytucji, powołanej do życia ustawą z dnia 7 listopada 2008 r. i opartej na osobach kierujących Narodowym Bankiem Polskim, Komisją Nadzoru Finansowego oraz Ministerstwem Finansów, dla utrzymania stabilności finansowej w naszym kraju trudno byłoby obecnie przecenić.

Działaniom podejmowanym w praktyce przez Narodowy Bank Polski towarzyszyło rozbudowywanie podstaw teoretycznych, udokumentowane także w publikacjach, w tym w raportach o stabilności systemu finansowego³ opracowywanych w NBP. Na temat zmieniającej się roli banku centralnego wypowiedział się⁴ Prezes NBP Sławomir Skrzypek. Ostatnie lata obfitowały również w zauważalne inicjatywy środowiska naukowego w Polsce, skierowane na zbadanie natury kryzysów finansowych, analizę przebiegu kryzysów oraz poszukiwanie sposobów zapobiegania i łagodzenia skutków tych zakłóceń⁵.

W najnowszej literaturze polskiej znaczną uwagę poświęcono odnoszącym się do sieci bezpieczeństwa finansowego regulacjom w sektorze bankowym, m.in. w obszarze gwarantowania depozytów, jak i rozwiązań o charakterze nadzorczym⁶. Szczególnie ważnym i aktualnym przykładem rozważań w obszarze

³ www.nbp.pl

⁴ *Jesteśmy na kolejnym zakręcie* – rozmowa ze Sławomirem Skrzypkiem, Prezesem Narodowego Banku Polskiego, „Gazeta Bankowa” nr 03/1107, marzec 2010, s. 8–17.

⁵ Szczególnie godne odnotowania są np. zarówno coroczne ogólnopolskie konferencje naukowe katedr finansowych (np. w Szczecinie w 2009 r., a także zaplanowana na przełom czerwca i lipca 2010 r. konferencja na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu), jak i seminaria organizowane w Kolegium Ekonomiczno-Społecznym SGH.

⁶ Por. np. *Instrumenty i regulacje bankowe w czasie kryzysu*, red. J. Nowakowski, Difin, Warszawa 2010; *Unia Europejska wobec kryzysu ekonomicznego*, red. J. Osiński, Of. Wyd. SGH, Warszawa 2009; *Państwa narodowe wobec kryzysu ekonomicznego*, red. J. Osiński, Of. Wyd. SGH, Warszawa 2010.

rze sieci bezpieczeństwa, traktujących o roli banku centralnego, jest z całą pewnością książka autorstwa Olgi Szczepańskiej – pracownika Narodowego Banku Polskiego – poświęcona stabilności finansowej jako celowi banku centralnego. W książce znalazły się m.in. rozważania dotyczące roli banku centralnego w zarządzaniu kryzysem w systemie finansowym⁷. Autorka wskazała na nowe inicjatywy służące organizacji zarządzania kryzysowego, formułując takie wnioski, jak⁸:

- 1) działania w czasie kryzysu muszą być podejmowane szybko i zdecydowanie;
- 2) instytucje *safety net* powinny ze sobą współpracować;
- 3) musi obowiązywać klarowny podział kompetencji i zadań pomiędzy poszczególnymi instytucjami *safety net* oraz wyraźnie być zdefiniowana rola banku centralnego.

W publikacjach ekonomistów i finansistów piszących w języku angielskim problematyka kryzysów od lat zajmuje ważne miejsce. Wśród autorów analizujących m.in. miejsce i rolę banków centralnych w warunkach kryzysu są zarówno nobliści, profesorowie ze znakomitych uniwersytetów amerykańskich, jak i praktycy⁹.

3. Co można, a co trzeba zmienić w bankowości centralnej?

Nową i interesującą próbą zmierzenia się z problematyką znaczenia bankowości centralnej w okresie nasilenia się zjawisk kryzysowych na rynkach finansowych jest książka Howarda Daviesa i Davida Greena pt. *Banking on the Future*¹⁰. Ci dwaj uczeni z Uniwersytetu w Princeton, a jednocześnie wieloletni bankierzy centralni, znani już z wcześniejszych publikacji, odpowiadają w swojej

⁷ O. Szczepańska, *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, Wyd. Nauk. Scholar, Warszawa 2008.

⁸ Ibidem, s. 129.

⁹ Zob. np. *Recent Financial Crises. Analysis, Challenges and Implications*, red. L.R. Klein, T. Shabbir, Edward Elgar, Mass. 2006; W. Frazer, *Central Banking, Crises, and Global Economy*, Praeger, London 2000.

¹⁰ H. Davies, D. Green, *Banking on the Future*, Princeton 2010.

najnowszej książce m.in. na pytanie, czym jest bankowość centralna i dlaczego jest taka ważna. Stwierdzając, w ślad za cytowanymi autorami, że „Jeśli fundamentalnym ewolucyjnym kryterium sukcesu jest to, by [...] organizacja pomyślnie potrafiła mutować, odpowiadając w ten sposób pojawiającym się wyzwaniom, to banki centralne odniosły widoczny sukces”, dodają, iż muszą one jednak ponownie odkryć tę ewolucyjną umiejętność stosownego odnalezienia się w bardzo zmienionym świecie gospodarczym i finansowym XXI w.

Zdaniem Daviesa i Greena jedną z konsekwencji podejścia opartego na przyjmowaniu celu inflacyjnego wymagającego przewidywania prawdopodobnej ścieżki inflacji było coraz większe technokratyczne koncentrowanie się na szczegółowych liczbach odzwierciedlających albo realne zmienne, albo pewne konkretne indeksy cenowe. W latach 2007–2008 owo podejście kompletnie się załamało, częściowo wskutek nieprzewidywanych szoków wywołanych zmianami cen towarów, ale także, co ważniejsze, wskutek zmian w strukturach pośrednictwa finansowego, które spowodowały to, że techniki prognozowania zawiodły. Finansowa katastrofa lat 2007–2009 skupiła ponownie uwagę na roli banków centralnych na rynkach finansowych po okresie, w którym z dumą koncentrowano się na wąskim celu w postaci stabilnych cen. Davies i Green podkreślają, że władze nie za bardzo wiedziały, jak reagować wtedy, gdy kryzys rozpoczynał się latem 2007 r., a stan oszołomienia spotęgowany został jesienią 2008 r., gdy upadł Lehman Brothers. Zaczęto wtedy szeroko podnosić fakt potrzeby fundamentalnej zmiany w myśleniu o tym, jak banki centralne monitorują trendy na rynkach finansowych, jak uzupełniają płynność czy w inny sposób wspomagają rynki w czasie napięć, a także jak powinny być ukształtowane ich relacje z pozostałymi regulatorami finansowymi. Pytanie, czy bank centralny powinien być również odpowiedzialny za bezpośredni nadzór nad poszczególnymi instytucjami, jest – zdaniem tych autorów – kwestią niezwykle wrażliwą. Generalnie akceptuje się, że banki centralne potrzebują informacji na temat systemu bankowego zarówno dlatego, że system bankowy stanowi podstawowy mechanizm transmisyjny dla polityki pieniężnej, jak i dlatego, że występuje ryzyko niestabilności finansowej. Najnowsze informacje pokazują, że około 60 banków centralnych nie zajmuje się nadzorem, a około 120 w jakiejś części lub w pełni jest obarczonych zadaniami nadzorczymi.

W obszarze infrastruktury finansowej Davies i Green wskazują na znaczenie hazardu moralnego i nadzoru nad płynnością. Stwierdzają, że „[...] banki mają silne bodźce finansowe, by minimalizować swoje zasoby płynnych aktywów” oraz „jest jasne, że banki centralne muszą obdarzać banki związane z cenami aktywów uwagą większą niż w przeszłości”. Ponadto wskazują na potrzebę umacniania instytucji centralnych i skoordynowanego podejścia do nadzoru nad bankami ważnymi systemowo, oceniając, iż „ostatnio głoszone propozycje tworzenia kolegów nadzorczych wydają się nie być wystarczające i z czasem jakaś forma ponadnarodowego regulatora będzie niezbędna”.

W książce Daviesa i Greena sformułowana została konkluzja, iż ci, którzy zajmują się polityką pieniężną, powinni pamiętać, że jest ona realizowana za pośrednictwem systemu finansowego i że bez prawidłowo funkcjonujących rynków oraz pośredników finansowych ani polityka oparta na cenach, ani odwołująca się do modeli ilościowych nie doprowadzi do wiarygodnych rezultatów. Wypowiadając się na temat roli nadzoru, autorzy stwierdzają, że polityka nadzorcza nie może pomijać faktu, iż działalność w obszarze finansowym warunkowana jest sytuacją w gospodarce. Nadzorcy muszą jednoznacznie uwzględniać wpływ gospodarki na pośredników finansowych oraz na ich klientów i być gotowi do korygowania ram nadzorczych odpowiednio do zmieniającego się ryzyka.

Davies i Green podkreślają, że w okresie kilku miesięcy, kiedy pisali swoją książkę, otoczenie zmieniało się w sposób istotny, a dwoma najbardziej dynamicznymi obszarami były:

- 1) zyskujące na znaczeniu przekonanie, że banki centralne powinny dążyć do wspierania zarówno stabilności finansowej, jak i stabilnych cen, a ponadto znaleźć miejsce dla uwzględniania roli cen aktywów w ramach rozbudowanej polityki pieniężnej;
- 2) ponowne docenienie roli banków centralnych, przede wszystkim w obszarze nadzoru bankowego, ale także w sferze regulacji rynków finansowych; oznaki zmian – względnie zapowiedzi zmian – są już faktem: w Wielkiej Brytanii, Belgii i Niemczech; w USA zapowiedź administracji Obamy była jednoznaczna, ale rezultaty dyskusji jeszcze niepewne.

Wnioski

Odpowiedź na tytułowe pytanie musi być twierdząca: dysponujemy już znaczącym dorobkiem i refleksją naukową odnoszącą się do roli banku centralnego w okresie kryzysu i po kryzysie, w tym – roli w obszarze polityki pieniężnej i w zakresie nadzoru bankowego. Wielu spostrzeżeniom, ostrzeżeniom, postulatom i rekomendacjom sformułowanym w ostatnich latach i miesiącach nadal nie brakuje atrybutów aktualności. Trzeba bowiem pamiętać, że z reguły reakcje polityków oraz rozwiązania normatywne, w tym regulacje dotyczące praktyki – banków i rynków, nie nadążają za potrzebami tejże praktyki. Dodatkowy wpływ zarówno na rynki, jak i na reakcje banków centralnych i komercyjnych wywierają spektakularne wydarzenia gospodarcze i polityczne, takie jak załamanie gospodarki greckiej i wielomiliardowe wsparcie dla Unii Europejskiej. W formułowanych ocenach odnoszących się do możliwych zmian w postkryzysowych rozwiązaniach systemowych dotyczących instytucji i rynków finansowych warto zatem wykazywać się z jednej strony odpowiednią wszechstronnością badań i wnikliwością analityczną, a z drugiej – stosowną pokorą w generowaniu tez i wniosków. Wydarzenia lat 2007–2009 na rynkach finansowych i w gospodarkach powinny o tej pokorze przypominać.

Andrzej Sławiński¹

Wpływ globalnego kryzysu bankowego na bankowość centralną²

Ekonomiści za bardzo starali się wszystkich przekonać do zalet nieregulowanych rynków finansowych, mówiąc, że działają one najlepiej, gdy zostawi się je sobie samym.

Charles Bean

Wprowadzenie

Mimo że działania banków centralnych od czasu wybuchu globalnego kryzysu bankowego były odważne i jednak skuteczne, pozostało wrażenie, że w jakimś sensie banki centralne zawiodły i nie były przygotowane na kryzys, jaki wystąpił. Wrażenie to wynikało w dużej mierze ze zderzenia z rzeczywistością tego, co banki centralne mówiły wcześniej na temat zmian, jakie zachodziły w systemach bankowych.

W okresie poprzedzającym wybuch globalnego kryzysu bankowego dominował pogląd, że deregulacja rynków finansowych sprzyja sprawnemu funkcjonowaniu gospodarki. Zakładano, że im bardziej rozwinięty jest system bankowy, tym sprawniej przemieszcza oszczędności do miejsc, w których są najefektywniej wykorzystywane. Wierzono, że powstawanie kolejnych rynków finansowych zwiększa różnorodność dostępnych instrumentów finansowych, co umożliwia podmiotom gospodarczym coraz lepsze zarządzanie ryzykiem. Założenia te były ogólnie słuszne i wynikały z wcześniejszych doświadczeń. Powstawanie kolejnych rynków instrumentów pochodnych w poprzednich dwóch dekadach

¹ Prof. zw. dr hab., Katedra Skarbowości, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

² Tekst opublikowany w czasopiśmie „Ekonomista” nr 2, 2010.

rzeczywiście sprawiło, że możliwe stawało się zabezpieczenie się uczestników życia gospodarczego przed różnymi rodzajami ryzyka. Badania potwierdzały korzystny wpływ rozwoju systemu finansowego na wzrost gospodarczy³. Ustalanie przez banki centralne celów inflacyjnych na niskich poziomach wynikało w dużej mierze właśnie z przekonania, że niska inflacja sprzyja rozwojowi systemu finansowego, co jest korzystne dla gospodarki⁴.

Trwający od połowy lat 80. ubiegłego wieku – do wybuchu obecnego kryzysu – długi okres względnej stabilności koniunktury (*Great Moderation*) zmniejszał obawy, że rozwój systemu bankowego może mieć następstwa także niekorzystne⁵. Dyskutowano raczej o tym, na ile wyraźne zmniejszenie się wahań koniunktury było efektem korzystnego zbiegu okoliczności i zmian strukturalnych (m. in. wzrostu znaczenia sektora usług w gospodarkach krajów rozwiniętych), a na ile było wynikiem zmian w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej⁶. Publikacje mówiące o tym, że rozwój sektora finansowego następował jednak kosztem wzrostu ryzyka systemowego pozostawały bez echa nawet wtedy, gdy pisali o tym bardzo znani ekonomiści⁷.

Wszystko więc zdawało się przemawiać za liberalizacją systemów finansowych. Dlatego nie „inwestowano” w rozwój instytucji nadzorczych, a kierunek ewolucji nadzorów bankowych wynikał z deklarowanego zaufania do skuteczności mechanizmów samoregulacji rynków finansowych⁸. Systemową przyczyną póź-

³ R.G. King, R. Levine, *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*, „The Quarterly Journal of Economics” 108(3), 1993, s. 717–37; R. Levine, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, „Journal of Economic Literature” 35(2), 1997, s. 688–726.

⁴ D.E. Altig, *What is the Right Inflation Rate?*, Federal Reserve Bank of Cleveland, September 18, 2003; J.H. Boyd, B. Champ, *Inflation, Banking, and Economic Growth*, Federal Reserve Bank of Cleveland, May 15, 2006.

⁵ K. Rogoff, *Globalization and Global Disinflation*, w: *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, proceedings of symposium sponsored by Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole 2003, s. 77–112.

⁶ S. Summers, *What Caused The Great Moderation? Some Cross-Country Evidence*, Federal Reserve Bank of Kansas City, „Economic Review” Third Quarter 2005, s. 5–32.

⁷ R.G. Rajan, *Has Financial Development Made the World Riskier?*, „NBER Working Paper” Nr 11728, October 2005.

⁸ G. Soros, *The New Paradigm for Financial Markets. The Credit Crisis of 2008 and What It Means*, Public Affairs, New York 2008; J.K. Solarz, *Zarządzanie ryzykiem systemu finansowego*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2008.

niejszych dramatycznych wydarzeń na rynkach finansowych i w gospodarkach wielu krajów było to, że nadmierna deregulacja pozwoliła bankom komercyjnym przeistoczyć się z pożytecznych pośredników finansowych w instytucje zajmujące się agresywnym marketingiem i masową sprzedażą „produktów” finansowych⁹. Co gorzej, strukturyzowane instrumenty finansowe umożliwiły bankom ukrywać prawdziwą wielkość podejmowanego ryzyka, a złożoność budowy nowych instrumentów radykalnie zwiększyła wzajemne współzależności w sektorze finansowym, również w skali międzynarodowej. Systemy finansowe stawały się wskutek tego coraz mniej przejrzyste i coraz bardziej podatne na zaburzenia¹⁰.

W artykule staram się odpowiedzieć na pytanie, jak zmieni się bankowość centralna w następstwie obecnego globalnego kryzysu bankowego. Punkt 1 referatu uwypukla fakt, że obecny kryzys był pod pewnymi względami wyjątkowy, różniąc się od poprzednich kryzysów, co usprawiedliwia jednak w znacznej mierze zaskoczenie banków centralnych. W punkcie 2 omawiam krótko dyskusję wokół założeń modeli równowagi ogólnej, której nieuniknioną konstatacją jest konieczność uwzględnienia w analizach modelowych wpływu, jaki system finansowy wywiera na gospodarkę. W punkcie 3 podkreślam konieczność dokonania zmian w nadzorze bankowym, które zwiększyłyby jego możliwości przeciwdziałania procykliczności akcji kredytowej banków. W punkcie 4 wskazuję, że brak nadzoru nad rynkami międzybankowymi był nie tylko powodem narastania ryzyka systemowego w sektorze finansowym, ale także ważną przyczyną globalnego wzrostu cen żywności i surowców, który w latach 2007–2008 wywołał wzrost inflacji w wielu krajach.

1. Nowe cechy obecnego kryzysu

Latem 2007 r. banki centralne skutecznie opanowały początkową panikę, którą wywołały obawy, że wiele instytucji finansowych może ponieść duże

⁹ L. Dziawgo, *Status instytucji zaufania publicznego we współczesnej bankowości: pomiędzy Partnership Banking a Killer Banking?* w: *Finanse 2009 – Teoria i praktyka bankowości*, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2009, s. 125–133.

¹⁰ R. Bookstaber, *A Demon of Our Own Design*, John Wiley&Sons 2007, s. 154–164.

straty na rynku strukturyzowanych instrumentów kredytowych. Także rok później banki centralne zareagowały w sposób zdecydowany na zaburzenia wywołane upadkiem Lehman Brothers. Mimo to w ogólnym odczuciu pozostało wrażenie, że banki centralne były zaskoczone kryzysem, jaki wystąpił. W części stało się tak dlatego, że obecny kryzys finansowy i towarzysząca mu recesja były inne od pozostałych recesji, które wystąpiły w okresie powojennym.

Już w 2002 r. Paul Krugman napisał, mając na myśli konsekwencje pęknięcia bańki internetowej: „To nie jest nawet taka recesja, jaką przeżył twój ojciec, lecz taka, jaką przeżył twój dziadek”¹¹. I rzeczywiście tak było. Recesje po II wojnie światowej wynikały głównie ze stopniowego przegrzewania się koniunktury, co powodowało wzrost kosztów krańcowych i spadek zyskowności produkcji. Wprawdzie wyprzedzające podwyżki stóp procentowych, dokonywane przez banki centralne, przyspieszały wejście gospodarki w recesję, ale sama recesja – dzięki stabilizującemu charakterowi polityki pieniężnej – była względnie łagodna i krótka.

Dlaczego Paul Krugman uznał recesję, która zaczęła się w 2001 r., za inną od pozostałych powojennych recesji? Było tak dlatego, że była ona wprawdzie względnie łagodna, podobnie jak pozostałe powojenne recesje, ale jej przyczyny przypominały XIX-wieczne recesje, które były efektem spekulacyjnego przeinwestowania w sferze realnej¹². To właśnie upodobniało ją do recesji, jakie zdarzały się w XIX w., gdy koniunktura załamywała się wskutek przeinwestowania w sferze realnej – co wtedy dotyczyło często budowy linii kolejowych – a samo załamanie koniunktury poprzedzały spekulacyjne zakupy papierów wartościowych, których emisja finansowała tego rodzaju przedsięwzięcia¹³.

W trakcie recesji z 2001 r. pojawiły się jednak także nowe elementy, które z jeszcze większą wyrazistością uwidoczniły się w trakcie obecnej recesji. Już w czasie recesji z 2001 r. przyczyną spekulacyjnych zakupów papierów wartościowych była w dużej mierze „inżynieria” finansowa, która wprowadzała w błąd inwestorów na rynku kapitałowym. Mimo że w owym czasie „inżynie-

¹¹ P. Krugman, *My economic plan*, „New York Times” October 4, 2002.

¹² F. Hayek, *Prices and Production*, Routledge, London 1931; E.N. White, *Bubbles and Busts: The 1990s in the Mirror of the 1920s*, „NBER Working Paper” Nr 12138, March 2004.

¹³ J.B. De Long, *Liquidation Cycles: Old-Fashioned Real Business Cycles Theory and the Great Depression*, „NBER Working Paper” Nr W3546, December 20, 1990.

rią” finansową – w formie tworzenia odrębnych spółek i emitowania przez nie strukturyzowanych papierów wartościowych – zajmowały się głównie przedsiębiorstwa, które zdobyły pod tym względem, jak Enron, złą sławę¹⁴, ale już wtedy banki inwestycyjne odegrały istotną rolę tworzeniu się spekulacyjnego *boomu* na giełdzie. Starając się zarobić jak najwięcej na pośrednictwie przy plasowaniu na rynku emisji akcji nowych spółek technologicznych, stosowały w tym celu – podobnie jak przed obecnym kryzysem – marketing nastawiony na maksymalizowanie sprzedaży papierów wartościowych, a nie na obiektywne informowanie inwestorów o ich rzeczywistej wartości¹⁵.

W przypadku obecnej recesji rola „inżynierii” finansowej, jako samoistnej przyczyny kryzysu bankowego, była już bardzo wyraźna¹⁶. Wprawdzie wiele uwagi przyciągały bąble spekulacyjne na rynkach budowlanych, ale to właśnie masowa sprzedaż nowych, niestosowanych wcześniej instrumentów finansowych była decydującą przyczyną ogromnych strat banków, a w konsekwencji także samej recesji¹⁷.

Mówi się teraz o tym, że banki podjęły zbyt duże ryzyko, by zwiększyć osiąganą stopę zwrotu, i doprowadziło to do katastrofy. Najnowsze badania mówią jednak, że była to katastrofa, której przyczyny narastały od dawna i właściwie musiała się wydarzyć. Wyniki badań Piergiorgio Alessandri i Andrew Haldane mówią, że od lat 20. do 70. ubiegłego wieku przeciętna stopa zwrotu w brytyjskim systemie finansowym wynosiła 7%, a ich zmienność (mierzona wielkością odchylenia standardowego) była niewielka, sięgając zaledwie 2%. Od lat 70. sytuacja uległa zasadniczej zmianie. Przeciętne zyski brytyjskich banków wzrosły do 20%, ale nastąpiło to kosztem znacznego zwiększenia się podejmowanego przez banki ryzyka, skoro zmienność osiągniętych przez

¹⁴ N.F. Newman, *Enron and the Special Purpose Entity. Use or Abuse? The Real problem – The Real Focus*, Bepress Legal Series, Texas Wesleyan Law School, Paper 1165, 2006.

¹⁵ A. Crockett, T. Harris, F.S. Mishkin, E. White, *Conflict of Interest in the Financial Service Industry; What Should We Do About Them?*, CEPR 2003, s. 19.

¹⁶ A. Sławiński, *Inżynieria finansowa a cykl koniunkturalny*, w: *Współczesne finanse. Stan i perspektywy rozwoju bankowości*, red. L. Dziawgo, Wyd. UMK, Toruń 2008, s. 49–62.

¹⁷ D. Colander, H. Foellmer, A. Haas, M. Goldberg, K. Juselius, A. Kirman, T. Lux, B. Sloth, *The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics*, 2009, <http://ideas.repec.org/p/kielw/1489.html>

nie stóp zwrotu wzrosła ponad trzykrotnie¹⁸. Dane te mówią, że wprawdzie skala obecnego kryzysu bankowego zaskoczyła wszystkich, ale sam kryzys był konsekwencją procesu, który narastał od dawna i wiązał się z coraz większą deregulacją systemu finansowego.

U podłoża obecnego kryzysu leżało to, że wzrostowi ryzyka podejmowanego przez banki nie towarzyszył proces dostatecznego wzmocnienia roli nadzoru. Na dodatek działo się to w sytuacji, gdy system finansowy stawał się coraz bardziej nieprzejrzysty. Henry Kaufman zwrócił uwagę na smutny paradoks sytuacji, w której banki centralne, same dbając o jak największą przejrzystość swej polityki pieniężnej, pozwoliły na osłabianie roli nadzoru oraz na zmiany instytucjonalne, których efektem była coraz mniejsza przejrzystość rynków i instytucji finansowych¹⁹.

Zarzut Henry'ego Kaufmana miał charakter kluczowy, ponieważ dotyczył głównego argumentu, który podawano jako powód relatywnego zmniejszania znaczenia nadzorów bankowych. Chodziło tu o deklarowane poleganie na dyscyplinie rynkowej, co oznaczało założenie, że uczestnicy obrotów na rynkach finansowych są w stanie zidentyfikować instytucje, które podejmują nadmierne ryzyko lub emitują zbyt ryzykowne papiery wartościowe. Zakładano, że w naturalny sposób będzie to ograniczało możliwości rozwoju takich instytucji. Tego rodzaju przekonanie nie uwzględniało zmian zachodzących na rynkach finansowych. W przypadku nowych instrumentów finansowych, o bardzo złożonej strukturze (których podstawowa dokumentacja liczyła często kilkaset stron), inwestorzy nie byli w stanie obiektywnie ocenić ich wartości. Musieli polegać w tym względzie na ocenach agencji ratingowych, które generalnie zawiodły w tej roli.

Ogromna skala obecnego kryzysu bankowego wynikała w dużej mierze stąd, że w wyniku relatywnego osłabiania roli instytucji nadzorczych nie było dostatecznej informacji, w jakiej naprawdę sytuacji są poszczególne instytucje finansowe. Zwłaszcza obecny kryzys pokazał, jak miazdzące dla sektora

¹⁸ P. Alessandri, A.G. Haldane, *Banking on the State*, Bank of England, November 2009.

¹⁹ H. Kaufman, *The Financial Crisis: Causes and Remedies*, Keynote address delivered before The Global Interdependence Center and Drexel University's LeBow College of Business 26th Annual Monetary and Trade Conference, Philadelphia, April 18, 2008.

finansowego, a w konsekwencji dla całej gospodarki, mogą okazać się rezultaty asymetrii informacji, przed którymi przestrzegali George Akerlof²⁰ oraz Joseph Stiglitz i Andrew Weiss²¹.

2. Problem włączenia systemów finansowych do analiz modelowych

Obecny kryzys finansowy i spowodowana nim recesja wywołały ożywienie dyskusji nad założeniami modeli równowagi ogólnej. Dotkliwość kryzysu sprawiła, że dyskusja ta zaczęła częściej niż zwykle trafiać także na łamy prasowe. Dotyczyła tego, na ile założenia modeli równowagi odbiegają od rzeczywistego sposobu funkcjonowania gospodarki²². Jak zawsze – od czasu, gdy Friedrich Hayek zaproponował tworzenie modeli równowagi ogólnej²³ – dyskusja ta dotyczyła rzeczywistego zakresu racjonalności oczekiwań uczestników życia gospodarczego. Po raz kolejny przypomniano, że przyjmowana w rozważaniach modelowych hipoteza racjonalnych oczekiwań prowadzi do nadmiernego uproszczenia obrazu funkcjonowania gospodarki. Przypominano, że przyjęcie hipotezy racjonalnych oczekiwań eliminuje problem koordynacji oczekiwań, a tym samym koordynacji decyzji uczestników życia gospodarczego. Umożliwia to analizowanie decyzji tylko jednego reprezentatywnego przedstawiciela wszystkich uczestników życia gospodarczego, który wie, jaki jest najbardziej prawdopodobny bieg przyszłych zdarzeń w gospodarce.

W świecie założeń modeli równowagi ogólnej uczestnicy życia gospodarczego znają najbardziej prawdopodobny bieg zdarzeń, a w tym przyszłe kształtowanie się wysokości płacy realnej. Mogą więc tak optymalizować

²⁰ G. Akerlof, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, „Quarterly Journal of Economics” 84, August 1970, s. 488–500.

²¹ J. Stiglitz, A. Weiss, *Credit Rationing In Markets with Imperfect Information*, „American Economic Review” 71, June 1981, s. 393–410.

²² P. De Grauwe, *Cherished myths have fallen victim to economic reality*, „Financial Times” July 9, 2008.

²³ F.A. Hayek, *Price expectations, monetary disturbances and mal-investments*, w: *Profits, Interest and Investment and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations*, Routledge & Kegan Paul, London 1939, s. 135–56.

swoje decyzje, by maksymalizować użyteczność dochodów z pracy i czasu wolnego. Jeśli są zmuszeni do korygowania swych wcześniejszych decyzji, robią to tylko pod wpływem zdarzających się losowo zewnętrznych szoków. Sama zaś gospodarka szybko wraca do równowagi, ponieważ decyzje uczestników życia gospodarczego są dostosowywane do skorygowanego, ale znanego im przyszłego biegu zdarzeń w gospodarce.

Przyjęcie hipotezy racjonalnych oczekiwań eliminowało również potrzebę uwzględniania w analizie modelowej sektora finansowego. Skoro wszyscy uczestnicy życia gospodarczego postępują tak samo racjonalnie i znają przyszłość, to podejmują optymalne decyzje dotyczące nie tylko ilości pracy, którą świadczą na rzecz gospodarki, ale także podejmują optymalne decyzje dotyczące wielkości zaciąganych kredytów, których nie zaciągają w ilości przekraczającej możliwości ich spłaty.

W świecie założeń modeli równowagi ogólnej możliwości podejmowania przez gospodarstwa domowe optymalnych decyzji, dotyczących wygładzania konsumpcji w czasie, nie ograniczają ani bariery w dostępie do źródeł finansowania, ani brak odpowiednio rozwiniętych rynków terminowych, które umożliwiają zabezpieczanie się przed dowolnym rodzajem ryzyka²⁴. To uzasadniało przyjęcie założenia, że system finansowy działa na tyle efektywnie, iż jest tylko neutralnym pośrednikiem w procesach produkcji i wymiany, a więc jego funkcjonowanie nie musi być uwzględniane w analizach modelowych.

Gwałtowność obecnego kryzysu sprawiła, że przyjmowane dotychczas założenia modeli równowagi ogólnej zaczęły być ostrzej niż zwykle krytykowane²⁵. Można zatem się spodziewać, że sektor finansowy zacznie być częściej niż dotąd uwzględniany w modelach równowagi ogólnej. Powstaje jednak pytanie, jakie mechanizmy procykliczności akcji kredytowej banków – bo przecież o nie głównie chodzi – zostaną włączone do modeli równowagi ogólnej.

²⁴ K. J. Arrow, G.G. Debreu, *The Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy*, „Econometrica” Vol. XXII, 1954, s. 265–90; F. Modigliani, M. Miller, *The Cost of Capital. Corporation Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review” 48 (3), 1958, s. 261–297.

²⁵ C.A. Goodhart, *The Continuing Muddles of Monetary Theory: A Steadfast Refusal to Face Facts*, „Economica” Vol. 76, Suppl. 1, October 2009, s. 821–830 (10).

Najbardziej dotąd znaną koncepcją teoretyczną, mówiącą o procykliczności akcji kredytowej banków, jest model akceleratora finansowego²⁶. Uwzględnia on to, że w następstwie poprawy koniunktury rosną oczekiwane zyski firm, a tym samym ich wartość netto, co zwiększa wiarygodność kredytową firm w ocenie banków. W konsekwencji rośnie ilość udzielanych przedsiębiorstwom kredytów. Wzrostowi temu sprzyja także to, że w następstwie poprawy koniunktury rosną ceny nieruchomości i papierów wartościowych, a tym samym rośnie wartość aktywów, które mogą stanowić zastaw pod udzielane przez banki kredyty.

Mniej do niedawna znaną koncepcją teoretyczną, ale pełniej odzwierciedlającą rzeczywistość, jest hipoteza niestabilności systemu finansowego Hymana Minsky'ego²⁷. Na jego poglądy wpłynęły prace Johna Maynarda Keynesa i Josepha Schumpetera. Zgodnie z teorią Keynesa, Minsky zakładał, że na decyzje uczestników życia gospodarczego wpływa niepewność przyszłości, powodująca, że na ich oczekiwania dotyczące przyszłej koniunktury silnie wpływa sytuacja bieżąca²⁸. Zgodnie z teorią Schumpetera, Minsky zakładał, że bankowcy, podobnie jak inni przedsiębiorcy, starają się pod ciśnieniem konkurencji wprowadzać innowacje, by zwiększać sprzedaż wytwarzanych przez siebie dóbr, co w ich przypadku dotyczy usług bankowych.

Przyjmując oba założenia, Hyman Minsky przedstawił znacznie groźniejszy dla gospodarki obraz procykliczności akcji kredytowej banków niż ten, który założyli Ben Bernanke, Mark Gertler i Simon Gilchrist w ich koncepcji akceleratora finansowego. U Minsky'ego decyzje banków, dotyczące ilości udzielanych przez nie kredytów, przestają być tylko mechaniczną reakcją na zmiany zdolności kredytowej firm zachodzące pod wpływem zmian koniunktury. Premia za ryzyko nie jest w koncepcji Minsky'ego obiektywnym odzwierciedleniem zmian wartości netto firm, lecz w dużej mierze także odzwierciedleniem subiektywnych ocen bankowców dotyczących kształtowania się przyszłej

²⁶ B.S. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist, *The financial accelerator in a quantitative business cycle framework*, w: *Handbook of Macroeconomics*, red. J.B. Taylor, M. Woodford, North Holland 1999, s. 1341–1393.

²⁷ H.P. Minsky, *The Financial Instability Hypothesis*, „Working Paper” Nr 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, May 1992.

²⁸ H.P. Minsky, *Uncertainty and the Institutional Structure of the Capitalist Economics*, „Working Paper” Nr 155, The Jerome Levy Economics Institute of Board College, April 1996.

koniunktury. A koniunkturę oceniają tym lepiej, im lepsza staje się bieżąca koniunktura. Minsky zwrócił uwagę na coś, co dopiero teraz będzie w większym (miejmy nadzieję) stopniu uwzględniane przy rozważaniach dotyczących zmian w systemie nadzoru nad bankami. Zwrócił uwagę na to, że wraz z poprawą koniunktury, a więc i optymizmu bankowców, następuje erozja stosowanych przez banki kryteriów udzielania kredytów. W miarę poprawy koniunktury banki coraz bardziej liberalizują kryteria stosowane przy udzielaniu kredytów, co zwiększa ryzyko podejmowane przez klientów banków i same banki.

Hyman Minsky analizował jednak nie tylko wpływ poprawy koniunktury na erozję stosowanych przez banki kryteriów udzielania kredytów. Zwracał także uwagę na postęp technologiczny i innowacje finansowe umożliwiające bankom zwiększanie „sprzedaży” kredytów. Ogólnie znanym tego przykładem jest sekurytyzacja. Warto jednak zaznaczyć, że szybki wzrost wielkości udzielanych przez banki kredytów konsumpcyjnych był efektem postępu technologicznego, który pozwolił bankom znacznie zmniejszyć koszty oceny zdolności kredytowej gospodarstw domowych²⁹. To umożliwiło im uczynienie z kredytu bankowego „produktu”, który zaczął być masowo sprzedawany i towarzyszył temu intensywny marketing³⁰.

Dzisiaj trudno jest powiedzieć, na ile właściwości systemów finansowych zostaną uwzględnione w rozważaniach modelowych. Wydaje się, że istotna trudność będzie leżała w tym, że rynki finansowe różnią się od pozostałych rynków. Szczególnie one mają właściwości, które mało pasują do świata założeń równowagi ogólnej. W świecie założeń tych modeli uczestnicy życia gospodarczego postępują racjonalnie, a horyzont podejmowanych przez nich decyzji jest bardzo długi. Na rynkach finansowych decyzje są podejmowane często pod przemożnym wpływem czynników behawioralnych i mają charakter bardzo krótkoterminowy³¹. Wbrew założeniom hipotezy racjonalnych oczekiwań,

²⁹ A.E. Wilmarth, *The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis*, „Connecticut Law Review” Vol. 41, Nr 4, May 2009, s. 1003–1012.

³⁰ B.Z. Cynamon, S.M. Fazzari, *Household Debt in the Consumer Age: Source of Growth – Risk of Collapse*, „Capitalism and Society” Vol. 3, Issue 2, 2008.

³¹ A. Blinder, *The Quiet Revolution. Central Banking Goes Modern*, Yale University Press, London 2004, s. 81.

na rynkach finansowych bardzo często występują zachowania stadne. Co gorzej, bardzo często nie wynikają one tylko z czynników behawioralnych, lecz głównie z czynników instytucjonalnych, w których przypadku nikt nie wie, jak można je zmienić. Przykładem jest ocenianie i wynagradzanie zarządzających portfelami inwestycyjnymi instytucji finansowych w zależności od wyników, które osiągają w stosunku do zarządzających w innych instytucjach finansowych³².

W trakcie obecnego kryzysu straty banków zwielokrotniła konieczność pokrywania przez nie strat bilansowych, co wynika z charakteru współczesnej rachunkowości, która wymaga, by składniki aktywów i pasywów były księgowane zgodnie z ich zmieniającą się rynkową wartością (MTM; *mark-to-market*). Gdy rosnąca niespłacalność kredytów *subprime* pociągnęła za sobą gwałtowne spadki cen obligacji będących efektem sekurytyzacji tych kredytów, banki poniosły duże straty, które musiały pokryć, by zachować wymaganą przez nadzory relację kapitału do wielkości aktywów. Chcąc pokryć poniesione straty, musiały masowo sprzedawać dobre aktywa, np. obligacje będące efektem sekurytyzacji prawidłowo udzielonych kredytów hipotecznych. Ponieważ jednak robiły to wszystkie naraz instytucje finansowe, nastąpił ogólny spadek cen na rynkach finansowych. Pojawiało się sprzężenie zwrotne pomiędzy stratami bilansowymi banków i spadkiem cen na rynkach finansowych wywołanym masową wyprzedają aktywów. Jak przewidział to dekadę wcześniej Aninash Persaud, sprzężenie to mogła zneutralizować już tylko masowa interwencja państwa w postaci masowych zakupów tracących na wartości papierów wartościowych³³. Także w przypadku takiego mechanizmu samonapędzania się strat banków nie ma razie dobrych recept, by mu zaradzić. Trudno byłoby za taką receptę uznać odejście od księgowości zgodnej z rynkową wartością aktywów, która w normalnych warunkach jest bardzo pożyteczna, ponieważ zmusza instytucje finansowe do szybkiego reagowania na zagrożenia pojawiające się w ich bilansach.

Sprężenie zwrotne, jakie może pojawić się pomiędzy stratami bilansowymi banków i ogólnym spadkiem cen na rynkach finansowych, ilustruje

³² A. Rappaport, *The Economics of Short-Term Performance Obsession*, „The Financial Analysts Journal” Vol. 47, May/June 2005, s. 65–77.

³³ A. Persaud, *Sending the herd off the cliff edge: The disturbing interaction between herding and market-sensitive risk management practices*, „ERisk” December 2000, s. 1–6.

jedną z głównych trudności włączenia rynków finansowych do modeli równowagi ogólnej w sposób, który rzeczywiście odwzorowywałby ich rzeczywisty wpływ na gospodarkę. Problem leży m.in. w tym, że na rynkach finansowych relatywnie częściej występują procesy nieliniowe, a więc takie, które kumulują się przez jakiś czas, by gwałtownie zmienić dynamikę po przekroczeniu określonego progu.

3. Kierunki ewolucji roli instytucji nadzorczych

W trakcie dyskusji dotyczącej tego, ile było „winy” banków centralnych w tym, że doszło do globalnego kryzysu bankowego formułowany jest najczęściej zarzut, że banki centralne za długo utrzymywały stopy procentowe na zbyt niskim poziomie. W gruncie rzeczy odnosi się on jednak głównie do Rezerwy Federalnej, która uzasadniała swoją politykę pieniężną tym, że nie należy podejmować ryzyka, jakie wiąże się z „przekłuwaniem” bąbli spekulacyjnych. Inne jednak banki centralne – jak miało to miejsce w Wielkiej Brytanii, Szwecji, Australii i Nowej Zelandii – podnosiły stopy procentowe ponad poziom wynikający z samej potrzeby stabilizowania inflacji. I nie robiły tego, rzecz jasna, po to, by „przekłuwać” banki spekulacyjne na rynkach budowlanych. Kierowały się bardziej pragmatycznymi i racjonalnymi przesłankami. Po prostu starały się w ten sposób zmniejszać skalę wzrostu cen domów, co zaczęło być barwnie określane jako polityka *opierania się wiatrowi*³⁴.

Dzisiaj czyni się zarzuty Rezerwie Federalnej, że nie starała się iść śladem wymienionych banków centralnych. Poważniejszy jednak zarzut wobec FED formułował od lat Henry Kaufman, który nieustannie wręcz powracał do tego, że amerykańskie władze monetarne nie brały dostatecznie pod uwagę zmian strukturalnych, jakie zachodziły w amerykańskim systemie finansowym³⁵. Co gorzej, Rezerwa Federalna wyrażała zgodę na zmiany strukturalne, które

³⁴ S. Wadhvani, *Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Revisiting the Debate*, Keynote speech at the SUERF Colloquium, Munich, June 12, 2008.

³⁵ H. Kaufman, *Debt: The Threat to Economic and Financial Stability*, Federal Bank of Kansas City, „Economic Review” December 1986.

przyczyniły się do obecnego kryzysu. Najbardziej znanym tego przykładem była zgoda Rezerwy Federalnej na tworzenie konglomeratów finansowych, co umożliwiła ustawa Gramma-Leacha-Bliley'a z 1999 r., która zastąpiła uchyloną ustawę Glassa-Steagalla z 1933 r., rozdzielając klasyczną bankowość (polegającą na przyjmowaniu depozytów i udzielaniu kredytów) od bankowości inwestycyjnej³⁶.

Skończyło się, jak dzisiaj wiemy, na porażających konsekwencjach tworzenia instytucji zbyt dużych, by pozwolono im upaść, które nie obawiały się podejmować duże ryzyko, licząc, że w razie poważnych kłopotów i tak uratują je pieniądze podatników³⁷. Co więcej, do podejmowania zwiększonego ryzyka wykorzystywano skomplikowane instrumenty finansowe, w których można było ukryć wielkość stosowanej dźwigni oraz naliczać wyższe marże, ponieważ rynki tych instrumentów były mało płynne i nie było na nich konkurencji, która mogłaby doprowadzić do obniżenia się wielkości marż. Powstał skrajnie nieprzejrzysty system finansowy, w którym wielkie konglomeraty finansowe same nie były dostatecznie zorientowane w tym, jakie naprawdę ryzyko podejmują. W tej sytuacji skala obecnego kryzysu nie mogła nie być zaskoczeniem.

Skoro są to dzisiaj rzeczy już na tyle szeroko znane, że nie warto rozpisywać się na ich temat, przejdźmy od razu do omówienia kierunkowych propozycji, które są formułowane, by uczynić świat finansów z powrotem bardziej przejrzystym, bezpieczniejszym i bardziej przyjaznym dla gospodarki.

Zgodnie z tym, co już zostało powiedziane, banki centralne będą teraz częściej stosować strategię *opierania się wiatrowi*, jeśli będzie tego wymagała sytuacja na rynkach aktywów. Przykład Wielkiej Brytanii świadczy jednak, że samo podnoszenie stóp procentowych może okazać się niewystarczające, by zahamować niestabilny *boom* kredytowy³⁸. Z tego punktu widzenia ważne są doświadczenia Hiszpanii, która dokonała dwóch pionierskich zmian w systemie nadzoru bankowego, wiedząc, że po wejściu do strefy euro nie będzie

³⁶ A.E. Wilmarth, *The Transformation of the U.S. Financial Services Industry, 1975–2000: Competition, Consolidation and Increased Risks*, „University of Illinois Law Review” Nr 2, May 2002, s. 223.

³⁷ A.G. Haldane, *Why Banks Failed the Stress Test*, Speech given at the Marcus-Evans Conference on Stress-Testing, February 9–10, 2009.

³⁸ Bank of England, *The role of macroprudential policy*, November 2009, s. 11.

mogła liczyć na możliwość podnoszenia stóp procentowych, by przeciwstawić się nadmiernej ekspansji kredytowej. Dwie zmiany, o których mowa, to antycykliczne dostosowywanie wielkości wymogów kapitałowych do zmieniającej się koniunktury (*dynamic provisioning*) oraz nałożenie na banki obowiązku konsolidowania ich bilansów, by nie mogły omijać bariery, jaką na wzrost akcji kredytowej nakłada konieczność spełniania wymogu kapitałowego.

Stosowane dotąd wymogi kapitałowe zobowiązywały banki, by dostosowywały wielkość kapitału do wielkości potencjalnych strat liczonych przy wykorzystaniu 10-dniowego VaR (*Value at Risk*). Rzecz jednak w tym, że wielkość potencjalnych strat zależy od zmienności cen na rynkach finansowych, a ta w tendencji maleje wraz z poprawą koniunktury, co powodowało, że system wymogów kapitałowych wpływał procyklicznie na wielkość akcji kredytowej. By to zmienić, banki hiszpańskie zostały zobowiązane do utrzymywania kapitału w wielkości wyliczonej także na podstawie wielkości ich strat w długim okresie³⁹. Wprowadzone zmiany spotkały się z gwałtowną krytyką ze strony hiszpańskich banków, które skarżyły się, że władze monetarne stawiają je w niekorzystnej sytuacji konkurencyjnej wobec zagranicznych banków, ale to właśnie te zmiany uchroniły hiszpańskie banki przed poważnymi kłopotami, które stały się udziałem banków w innych krajach⁴⁰.

Dzisiaj wiemy, że zmiany, o których mowa, uchroniły przed dużymi stratami hiszpańskie banki, ale nie uchroniły hiszpańskiej gospodarki przed niestabilnym *boomem* na rynku budowlanym. Przypomnijmy, że w kilka lat po wejściu do strefy euro w gospodarce Hiszpanii wytworzyło się niekorzystne sprzężenie zwrotne pomiędzy malejącą wysokością realnych stóp procentowych i *boomem* kredytowym, ponieważ *boom* kredytowy wywołał presję inflacyjną powodującą spadek realnych stóp procentowych. Długotrwały *boom* kredytowy spowodował znaczą utratę konkurencyjności, która będzie najprawdopodobniej przez długi okres wpływała niekorzystnie na tempo wzrostu gospodarki Hiszpanii.

³⁹ E. Estrada, J.F. Jimeno, J.L. Malo de Molina, *The Spanish Economy in EMU: The First Ten Years*, „Documentos Ocasionales” Nr 0901, Banco de Espana 2009.

⁴⁰ A. Garcia-Herrero, S. Fernandez de Lis, *The Housing Boom and Bust in Spain: Impact of the Securitization Model and Dynamic Provisioning*, „BBVA Working Papers” September 2008.

Konieczne są zatem także takie zmiany w systemach nadzoru nad bankami, które uniemożliwią im łagodzenie kryteriów udzielania kredytów w miarę poprawy koniunktury. Jest to zmiana, której konieczność wprowadzenia jest coraz częściej uwypuklana przez instytucje nadzorcze⁴¹, a nawet same banki⁴². Zmiany tego rodzaju są określane celnie jako elastyczny system nadzoru finansowego (*dynamic regulation*), ponieważ chodzi tu w istocie o to, by instytucje nadzorcze miały możliwość powstrzymywania erozji kryteriów udzielania przez banki kredytów w okresach poprawy koniunktury.

4. Nadzór finansowy a ceny surowców i żywności

Wysoka inflacja, jaka pojawiała się w gospodarkach krajów rozwiniętych w latach 70. ubiegłego wieku, była w decydującej mierze konsekwencją tego, że wzrost cen ropy naftowej i żywności spowodował wzrost oczekiwanej inflacji, a to uruchomiło sprzężenie zwrotne pomiędzy inflacją i żądaniami płacowymi. Możliwość pojawienia się takiego sprzężenia przewidzieli kilka lat wcześniej Milton Friedman i Edmund Phelps⁴³. Późniejsze znaczne osłabienie siły związków zawodowych, liberalizacja rynków pracy oraz wzrost międzynarodowej konkurencji cenowej sprawiły, że ryzyko wystąpienia takiego sprzężenia stawało się z biegiem czasu coraz mniejsze⁴⁴. Ilustracją tego jest ostatnie kilka lat, gdy pomimo wyjątkowo silnych wzrostów cen surowców i żywności *efekty drugiej rundy* pozostały w krajach rozwiniętych były już tylko potencjalnym zagrożeniem. Główną przyczyną inflacji w wielu krajach były *efekty pierwszej rundy*, a więc wzrost cen, jaki nastąpił bezpośrednio w wyniku wzrostu cen surowców i cen żywności.

⁴¹ Financial Services Authority, *Mortgage Market Review*, „Discussion Paper” Nr 3, FSA 2009, s. 37–38.

⁴² L. Blankfein, *Do not destroy the essential catalyst of risk*, „Financial Times” February 9, 2009, s. 7.

⁴³ M. Friedman, *The Role of Monetary Policy*, „American Economic Review” 58, 1968; E.S. Phelps, *Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium*, „Journal of Political Economy” Vol. 76, July/August 1968, s. 687–711.

⁴⁴ A. Sławiński, *Ewolucja poglądów na politykę pieniężną*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009, s. 39–68.

Skoro w ostatnich kilku latach bardzo silne wzrosty cen surowców i żywności były w wielu krajach główną przyczyną rosnącej inflacji, trudno – zastanawiając się nad przyszłością bankowości centralnej – nie odnieść się do przyczyn globalnego wzrostu cen ropy i surowców, zwłaszcza że jedna z głównych przyczyn tego zjawiska była ta sama jak w przypadku globalnego kryzysu bankowego. Była nią bowiem nadmierna deregulacja rynków międzybankowych; w tym przypadku rynku, na którym instytucje finansowe handlują kontraktami terminowymi opiewającymi na żywność i surowce.

Zacznijmy od tego, że nie ma wątpliwości, iż masowe zakupy kontraktów terminowych opiewających na surowce i żywność były ważną przyczyną wzrostu ich cen. Niezwykle wymownie świadczy o tym to, że wyjątkowo silny wzrost cen ropy miał miejsce od połowy 2007 r., a więc w czasie, gdy nie było już wątpliwości, że gospodarki krajów wysoko rozwiniętych wejdą w recesję. Co więcej, w pierwszej połowie 2008 r., gdy w gospodarkach krajów rozwiniętych trwała już recesja, ceny ropy wzrosły o ponad 40%.

W zeszłym roku amerykańska Komisja ds. Handlu Kontraktami Terminowymi (CFTC, Commodity Futures Trading Commission) przyznała, że wcześniejsze analizy, przypisujące czynnikom fundamentalnym decydujący wpływ na ceny surowców, zostały dokonane na podstawie niepełnych i niewłaściwie zestawionych danych⁴⁵. Było tak głównie dlatego, że 85–90% zakupów kontraktów terminowych, dokonywanych w celach inwestycyjnych przez instytucje finansowe, stanowią transakcje zawierane na rynkach pozagiełdowych, a więc na rynku międzybankowym, a CFTC analizowała obroty tylko na terminowych giełdach towarowych, które nadzoruje⁴⁶.

Przypomnijmy, że w przypadku każdego dobra wzrost jego ceny na rynku terminowym prowadzi automatycznie do takiego samego wzrostu jego ceny na rynku dostaw natychmiastowych. Wynika to z silnego arbitrażu, jaki występuje pomiędzy rynkiem terminowym i kasowym, powodującego równoległość zmian cen na obu rynkach. Przypomniawszy to, musimy zadać

⁴⁵ Center for Strategic and International Studies, *Energy Speculation, the CFTC, and Position Limits*, CSIS, August 5, 2009, <http://csic.org>

⁴⁶ Institute for Agriculture and Trade Policy, *Commodities Market Speculation: The Risk to Food Security and Agriculture*, November 2008, iatp.org

pytanie, dlaczego ceny żywności i surowców kształtowały się w ostatnich latach w dużej mierze w oderwaniu od zmian relacji popytu i podaży. Pozornie wydaje się to zaskakujące. Skoro obroty na rynkach terminowych rosły i rosła liczba kupujących kontrakty terminowe, to powinna rosnąć liczba tych, którzy analizują przyszłą sytuację na rynkach surowcowych, a tym samym ceny na rynku terminowym powinny coraz lepiej odzwierciedlać wypadkową tego rodzaju prognoz.

Mówiąc to samo w języku rynków finansowych, powinno być tak, że wraz ze wzrostem skali obrotów na rynkach terminowych powinna rosnąć ich informacyjna efektywność. Ceny powinny coraz lepiej odzwierciedlać oczekiwania dotyczące kształtowania się relacji popytu i podaży. By tak jednak było, na rynkach terminowych musiałaby dominować spekulacja stabilizująca. Polega ona na dokonywaniu transakcji przeciwstawnych, których celem jest osiągnięcie zysku dzięki wykorzystywaniu anomalii cenowych, a więc w tym przypadku odchyień cen surowców od ich poziomu wynikającego z analiz przyszłego kształtowania się relacji popytu i podaży.

Tak jednak nie było. W ostatnich latach dominująca na rynku kontraktów terminowych opiewających na żywność i surowce była spekulacja pasywna, wynikająca z tego, że fundusze emerytalne kupowały – za pośrednictwem banków – coraz więcej surowcowych kontraktów terminowych, by zdywersyfikować swoje portfele inwestycyjne. Rzecz w tym, że fundusze emerytalne nie handlują kontraktami terminowymi, kupując je lub sprzedając w zależności od oczekiwań dotyczących przyszłego kształtowania się sytuacji na rynkach surowcowych. Fundusze emerytalne kupują kontrakty terminowe w pewnym sensie „na ślepo”, ponieważ – kupując je – kierują się głównie tym, by zachować ustalony udział kontraktów surowcowych w swych portfelach aktywów.

By dopełnić obrazu handlu kontraktami terminowymi opiewającymi na surowce, przypomnijmy jeszcze tylko, że chodzi tu o transakcje wymienne opiewające na portfel kontraktów surowcowych (CIS, *commodity index swap*) zawierane pomiędzy funduszami emerytalnymi i bankami inwestycyjnymi, w ramach których fundusze emerytalne przekazują bankom inwestycyjnym oprocentowanie od nominalnej kwoty transakcji w wysokości oprocentowania bonów skarbowych, a otrzymują w zamian zyski wynikające ze wzrostu cen kontraktów terminowych opiewających na surowce. Najczęściej stosowany

jest *Goldman Sachs Commodity Index*, który opiewa na 24 rodzaje surowców i żywności, przy czym 65% stanowi ropa i gaz⁴⁷. Przypomnienie tego jest ważne o tyle, że przypominamy przyczynę, która powoduje, że np. wzrost cen ropy powoduje automatycznie wzrost cen innych surowców i żywności.

Co spowodowało, że właśnie w ostatnich latach pasywna spekulacja instytucji finansowych silnie wpływała na ceny żywności i surowców? Kluczową rolę odegrało uchwalenie w 2000 r. ustawy Commodity Futures Modernization Act, która wyłączała rynki międzybankowe z postanowień wydanej w 1936 r. ustawy Commodity Exchange Act regulującej handel na giełdach surowcowych. Ustawa ta pozwalała agencjom federalnym na ustalanie limitów ograniczających możliwości spekulacji, która wpływałaby destabilizująco na ceny żywności i surowców⁴⁸. Na giełdach terminowych limity te są do dzisiejszego dnia często stosowane. Wyłączenie rynku międzybankowego spod postanowień Commodity Exchange Act sprawiło, że CFTC nie mogła już nadzorować większości handlu kontraktami terminowymi opiewającymi na żywność i surowce⁴⁹.

Jak widać, deregulacja rynków międzybankowych nie tylko nadmiernie osłabiła nadzór nad systemem bankowym, ale stała się także ważną przyczyną globalnego wzrostu cen żywności i surowców, co zmusiło banki centralne szeregu krajów do podnoszenia stóp procentowych pomimo zbliżającej się recesji⁵⁰.

Powyższe zależności świadczą, że konieczność przywrócenia nadzoru nad rynkiem międzybankowym jest ważna nie tylko z punktu widzenia zachowania stabilności finansowej, ale także z punktu widzenia kształtowania się inflacji w Stanach Zjednoczonych oraz w wielu innych krajach. Dlatego nie tylko dla Rezerwy Federalnej, ale także dla innych banków centralnych istotne jest to,

⁴⁷ Commodity Futures Trading Commission, *Energy Position Limits and Edge Exemptions*, Testimony of Tyson Slocum, Director Public Citizen's Energy Program Before the U.S. CFTC, July 29, 2009, www.4.law.cornell.edu

⁴⁸ United States Senate, *The role of market speculation in rising oil and gas prices: a need to put the cop back on the beat*, Staff Report prepared by the Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Homeland and Governmental Affairs, June 27, 2006.

⁴⁹ M.W. Masters, A.K. White, *How Institutional Investors Are Driving Up Food And Energy Prices*, The Accidental Hunt Brothers, Special Report, 31, July 2008.

⁵⁰ S. Gerlach, A. Giovannini, C. Tille, J. Vinals, *Are the Golden Years of Central Banking Over? The Crisis and Challenges*, Geneva Reports on the World Economy 2009, s. 80–81.

czy w Stanach Zjednoczonych nastąpią zmiany legislacyjne, które ograniczą destabilizujący wpływ instytucji finansowych na ceny surowców i żywności. W zeszłym roku Gary Hensler, obecny szef CFTC, stwierdził, że konieczność nałożenia limitów na wielkość otwartych pozycji na międzybankowym rynku swapów surowcowych nie budzi żadnych wątpliwości i stosowanie ich jest już tylko kwestią czasu⁵¹.

Uwagi końcowe

Smutny paradoks ostatniej dekady polegał na tym, że popierane przez banki centralne dążenie do relatywnego ograniczania roli nadzoru finansowego i polegania głównie na dyscyplinie rynkowej, a więc na założeniu, że rynki finansowe same są w stanie ocenić wiarygodność poszczególnych instytucji finansowych, przyczyniło się do powstania skrajnie nieprzejrzystego systemu finansowego, w którym dyscyplina rynkowa nie mogła być czynnikiem zmniejszającym szanse rozwoju instytucji podejmujących zbyt duże ryzyko. Przeciwnie, przez szereg lat podejmowanie dużego ryzyka było skuteczną receptą na rozwój i osiągnięcie dużych zysków. Pozwalał na to system finansowy, który był tak nieprzejrzysty, że ani władze nadzorcze, ani same instytucje finansowe nie zdawały sobie w pełni sprawy z rosnącego szybko ryzyka systemowego.

Niechęć władz monetarnych do wzmacniania nadzorów finansowych wynikała z wiary, że rozwój rynków finansowych zbliża je do stanu założonego w stosowanych przez banki centralne modelach równowagi ogólnej, w których zakłada się spełnienie warunku kompletności rynków finansowych, a więc sytuacji, w której uczestnicy życia gospodarczego mają swobodny dostęp do najróżniejszych form finansowania i mogą zabezpieczyć się przed dowolnym rodzajem ryzyka. Wiara, że następuje taki właśnie proces wynikała m.in. z korzyści, jakie przyniósł wcześniejszy rozwój rynków finansowych. Nie wzięto jednak pod uwagę, że były to instrumenty względnie proste, których rynki stosunkowo szybko stały się płynne, a więc bezpieczne. Z nowymi instrumen-

⁵¹ Bloomberg, *Goldman Says Curbing Speculators May Disrupt Markets*, Bloomberg.com, July 29, 2009.

tami finansowymi było, niestety, inaczej. Są to instrumenty skomplikowane, niewystandaryzowane, których rynki były niepłynne, a tym samym podatne na załamania.

Rozwój nowych instrumentów finansowych przyczynił się nie tylko do radykalnego zmniejszenia się przejrzystości rynków międzybankowych, ale także do zwiększenia się skali procykliczności akcji kredytowej banków. Doświadczenia obecnego kryzysu sprawiają, że konieczność ograniczania procyklicznego charakteru akcji kredytowej banków stanie się jednym z głównych zagadnień leżących w polu widzenia polityki pieniężnej banków centralnych. Doświadczenia kilku krajów pokazują jednak, że samo zaostrzanie polityki pieniężnej może nie wystarczyć, by powstrzymać nadmierną ekspansję kredytową. Konieczne będzie wykorzystywanie w tym celu instrumentów polityki nadzorczej. Celem polityki nadzorczej nie będzie więc już tylko sama stabilność finansowa. Stanie się ona także ważnym instrumentem polityki stabilizowania koniunktury. Na taki kierunek ewolucji nadzoru wskazują doświadczenia Hiszpanii, gdzie zmiany w systemie nadzorczym uchroniły banki przed stratami, jakie poniosły banki w innych krajach, ale nie uchroniły hiszpańskiej gospodarki przed niestabilnym *boomem* kredytowym. Ewolucja polityki nadzorczej pójdzie m.in. w kierunku jej większego wpływu na stosowane przez banki kryteria udzielania kredytów, by nie ulegały one – jak dotąd – silnej erozji w okresach poprawy koniunktury.

Główną przyczyną wzrostu inflacji w wielu krajach był w ostatnich latach silny wzrost cen żywności i surowców na rynku globalnym. Bliższa analiza przyczyn tego zjawiska pokazuje, że jednym z najważniejszych czynników, które wywołały inflację cen surowców i żywności, był brak nadzoru nad funkcjonowaniem rynków międzybankowych. Również i w tym przypadku występuje konieczność, by polityka nadzorcza wspierała politykę pieniężną w jej dążeniu do stabilizowania inflacji.

Teoria nie oferuje jeszcze precyzyjnych odpowiedzi na pytanie, jaka powinna być optymalna konstrukcja instrumentów nadzorczych, które chroniłyby gospodarkę przed podejmowaniem przez instytucje finansowe nadmiernego ryzyka oraz przed procyklicznością akcji kredytowej banków. Tym bardziej teoria nie udziela jeszcze odpowiedzi na pytanie, jak stosowanie

takich instrumentów powinno być skoordynowane z polityką pieniężną⁵². Konieczność ich wykorzystywania jest jednak tak oczywista, że zaczną być wkrótce powszechnie stosowane, a to wymusi konieczność koordynacji polityki pieniężnej i nadzorczej. Nie będzie to jednak pierwszy raz, gdy teoria dopiero po pewnym czasie będzie podążać za zmianami, jakie zachodzą w polityce pieniężnej.

⁵² D. Blanchflower, *The Future of Monetary Policy*, University of Stirling, March 2009, www.dartmouth.edu/~blnchflr

Marian Żukowski¹
Helena Żukowska²

Rola Banku Rosji i innych instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego w kryzysie 2008–2009

Federacja Rosyjska jest liczącą się na świecie gospodarką, o dużym potencjale rozwojowym oraz ogromnym (potencjalnie) rynkiem zbytu. Po potężnym kryzysie społeczno-gospodarczym w rosyjskiej gospodarce w 1998 r. sytuacja gospodarcza ustabilizowała się. Począwszy od 1999 r. aż do roku 2008 w gospodarce rosyjskiej utrzymywały się pozytywne tendencje rozwojowe. Poprawiały się zasadnicze parametry makroekonomiczne, szybko wzrastała konsumpcja i inwestycje. Szacuje się, że w latach 2000–2007 rosyjski PKB wzrósł o prawie 400% (wg United Nations Statistics Division). Jednak już w 2008 r. pojawiły się pierwsze symptomy załamania gospodarczego w związku ze światowym kryzysem finansowym.

Większość analityków zagranicznych podkreśla – z czym zgadzają się badacze rosyjscy – że Rosja zawdzięczała szybki wzrost gospodarczy do 2008 r. przede wszystkim rosnącemu eksportowi surowców energetycznych oraz wysokim cenom gazu i ropy naftowej na rynkach światowych. Oznacza to, że wzrost gospodarczy był w znacznym stopniu oparty na czynnikach ekstensywnych. Był efektem nie tyle reform systemu gospodarczego i przemian strukturalnych w gospodarce rosyjskiej, ile korzystnie kształtującej się dla Rosji struktury

¹ Prof. dr hab., Katedra Funkcjonowania Gospodarki, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie.

² Dr hab., prof. KUL, Katedra Rachunkowości, Instytut Ekonomii i Zarządzania, Wydział Nauk Społecznych, Katolicki Uniwersytet Lubelski Jana Pawła II w Lublinie.

Tabela 1. Wskaźniki makroekonomiczne dla Rosji w latach 2001–2010

Wyszczególnienie	1.01.01	1.01.03	1.01.05	1.01.06	1.01.07	1.01.08	1.01.09	1.01.2010
Eksport (w mld dol.)	105,0	107,3	183,2	243,6	303,9	355,2	471,6	304,0
Import (w mld dol.)	44,9	61,0	97,4	125,3	164,7	223,1	291,9	191,1
Saldo w handlu zagranicznym (w mld dol.)	60,1	46,3	85,8	118,3	139,2	132,1	179,7	112,9
Rezerwy walutowe Rosji (w mld dol.)	27,9	47,8	124,5	182,2	303,7	474,0	439,0	439,0
Produkt krajowy brutto (w mld rubli)	7 302,2	10863,4	17048,1	21 614,7	26 781,1	32 988,6	41 256,0	39 016,1
Dochody pieniężne ludności (w mld rubli)	3 659,9	6 696,2	10976,3	13 522,5	16 839,2	21 138,9	25 561,2 ^a	28 388,8
Dochody ludności – dynamika (w % do roku poprzedniego)	–	134,8	123,3	123,2	124,5	112,1	101,9	102,3
Kapitały własne sektora bankowego (w mld rubli)	286,4	581,3	946,6	1 241,8	1 692,7	2 671,5	3 811,1	4620,6
Zadłużenie zagraniczne (w mld dol.)	161,4	153,5	213,5	258,5	310,6	463,5	479,2	469,7
Oficjalny kurs walutowy rubel/dolar	30,69	31,77	35,81	26,33	26,33	24,55	29,38	30,24
Nadwyżka budżetowa – proficyt (w mld rubli)	12,2	239	730,7	1 759	2 259	1 782,4 ^b		
Dynamika inflacji (w %)	20,8	15,8	11,7	10,9	9,7	11,9	13,9	8,3 ^c
Bezrobocie wg metodologii MOP	9,8	8,1	8,2	6,6	6,9	6,1	6,8	8,2

^a Średnie dochody miesięczne w rublach w 2009 r. – 16 818 rubli. Miesięczne minimum socjalne w 2009 r. wynosiło 5153 ruble (dolar to około 30 rubli).

^b Proficyt budżetu ma się zmniejszać w latach 2008–2010 odpowiednio: 1943,7; 771,6 i 735,1 mld rubli („Rossijskaja Gazieta” nr 4671, 29 maja 2008).

^c Dane za grudzień 2009 r.

Źródło: Institut Kompleksnych Strategiczieskich Issledowanij, Moskwa 2008, www.icss.ac.ru/macro/index_year.php?id=2 (2.03.2008; 27.03.2010); „Biullietien Bankowskoj Statistiki” nr 12 (163), 2006, s. 7, 83; dane centralnego banku Rosji, http://www.cbr.ru/analytics/macro/print.asp?file=macro_07.htm (22.03.2008); *Obzor bankowskogo siektora Rossijskoj Fiedieracii*, Centralnyj Bank Rossijskoj Fiedieracii, Moskwa, mart 2010, nr 89, tab. 1; http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=macro/macro_09.htm&pid=macro&sid=oep (28.03.2010).

popytu na surowce (głównie energetyczne) na rynkach międzynarodowych i pomyślnego *terms of trade*. Taka sytuacja ukształtowała silne uzależnienie gospodarki rosyjskiej od zasobów naturalnych, co w literaturze określa się „chorobą holenderską” lub „przekleństwem zasobów”³. Rzeczywiście, nadal gospodarka Rosji jest ciągle poważnie uzależniona od koniunktury na światowych rynkach surowców naturalnych⁴.

W 2009 r. dochód narodowy Rosji w porównaniu z rokiem poprzednim zmniejszył się o prawie 2 bln rubli. Według Banku Światowego kryzys rosyjski 2008 r. był konsekwencją światowego kryzysu finansowego i zaczął się załamaniem obrotów w handlu zagranicznym, ucieczką kapitału zagranicznego i usztywnieniem banków w kredytowaniu realnego sektora. Początek kryzysu według A. Iłarionowa (doradca Prezydenta Rosji 2000–2005) przypada na 19 maja 2008 r., kiedy to rosyjskie indeksy giełdowe przestały wzrastać, a następnie już regularnie się zmniejszały. Akcje niektórych rosyjskich firm zaczęły tracić na wartości. W lipcu stało się już powszechną prawidłowością, że zdecydowana większość rosyjskich firm giełdowych systematycznie traciła swoje aktywa. Sierpniowa interwencja militarna Rosji w Gruzji (konflikt abchaski) skutkowałą kolejną falą spadków indeksów giełdowych. W czasopiśmie „The Financial Times” (z 11 września 2008 r.), „Fortune” (z 10 września 2008 r.), „International Herald Tribune” i „The Wall Street Journal” pojawiały się komentarze, że to premier W. Putin ponosi częściową odpowiedzialność za spadek indeksów na giełdzie. W ciągu jednego dnia – 6 października 2008 r. – indeks

³ Teoria „choroby holenderskiej” pojawiła się po raz pierwszy w pracy M. Ellman, (*Natural Gas, Restructuring and Re-Industrialization, The Dutch Experience of Economic Policy*, w: *Oil or Industry?*, red. T. Barker, V. Brailovsky, Academic Press, London 1981, s. 27–29), pokazującej uzależnienie gospodarki holenderskiej od dochodów ze sprzedaży ropy naftowej. „Surowcowe przekleństwo” (przekleństwo zasobów) do teorii ekonomii po raz pierwszy wprowadził R. Auty. Jest to groźniejsza postać „choroby holenderskiej”. „Surowcowe przekleństwo” hamuje rozwój instytucji publicznych i ekonomicznych w kraju (R. Auty, *The Resource Curse Thesis: Minerals in Bolivian Development, 1970–90*, „Singapore Journal of Tropical Geography” Vol. 15, Nr 2, 1994, s. 95–111; idem, *Resource Abundance and Economic Development*, OUP, Oxford 2001).

⁴ Szerzej na temat „choroby holenderskiej” i prowadzonej na ten temat dyskusji w literaturze zagranicznej piszą: O. Zabelina, *Rosyjska specyfika „gollandskiej boliezi”*, „Woprosy Ekonomiki” nr 11, 2004, s. 60–75 oraz W. Gadomski, *Sny Rosji o potędze*, „Gazeta Wyborcza” 9 lutego 2007.

giełdy zmniejszył się o rekordową wartość – 19,1%. W Londynie rosyjskie *blue chips* straciły na wartości w ciągu tego dnia od 30% do 50%. 8 października 2008 r. giełda w Moskwie została zamknięta. Handel rosyjskimi papierami wartościowymi przeniósł się do Londynu. Jeżeli w sierpniu 2008 r. dzienne obroty na rosyjskiej giełdzie sięgały 150 mld rubli, to w październiku spadły do 60 mld rubli (dolar to około 30 rubli).

Przed październikiem 2008 r. wielu rosyjskich biznesmenów, urzędników i bankowców głosiło poglądy, że światowy kryzys Rosji nie dotyczy, ponieważ gospodarka rosyjska jest autonomiczna, w dużym stopniu niezależna od tego, co dzieje się w krajach rozwiniętych i odporna na zewnętrzne szoki. Tymczasem w 2008 r. rosyjskie firmy były zadłużone w zagranicznych instytucjach na kwotę 527 mld dol. Według banku centralnego Rosji rosyjscy dłużnicy byli zobowiązani spłacić zagranicznym wierzycielom 47,5 mld dol., a w 2009 r. – 163,2 mld dol. Stanowiło to jedną czwartą wszystkich zagranicznych zobowiązań Rosji.

Drugim istotnym czynnikiem powodującym nasilenie kryzysu był znaczący spadek cen na surowce energetyczne eksportowane przez Rosję. W październiku 2008 r. cena ropy obniżyła się z 95 dol./t do 70 dol./t. Taki poziom ceny był minimalny dla zrównoważenia budżetu Rosji. Obniżenie cen ropy naftowej poniżej 70 dol./t zmuszało władze w Rosji do planowania deficytu budżetowego, kiedy od kilku lat Rosja osiągała nadwyżkę w budżecie federalnym (proficyt).

Konsekwencje kryzysu odnotowały jako pierwsze rosyjskie firmy. Kredytodawcy – banki krajowe – usztywnili wobec nich swoje wymagania w procesie udzielania kredytów. Także banki zagraniczne, w dużym zakresie finansujące duże rosyjskie korporacje, zaostrzyły wymagania w stosunku do rosyjskich firm i ich zdolności kredytowej. Wiele rosyjskich przedsiębiorstw, w tym działający na rynkach zagranicznych eksporterzy surowców, stanęło przed problemem pozyskania środków na finansowanie swojej działalności. Jeżeli korzystały z kredytów, to musiały oferować swoje akcje jako zabezpieczenie kredytów. Tymczasem wartość akcji tych firm zdecydowanie się zmniejszyła, co pogarszało warunki uzyskania kredytu.

Dnia 1 października 2008 r. premier W. Putin „wskazał” winnych kryzysu. Powiedział m.in.: „Wszystko, co dzisiaj dzieje się w gospodarce, zaczęło się w USA. Cały kryzys, z którym spotkały się poszczególne gospodarki,

to nieodpowiedzialność nie tyle konkretnych osób, co nieodpowiedzialność systemu. Systemu, który, jak wiadomo, pretendował do bycia liderem. Jednak ten system nie tylko nie nadaje się na lidera światowego, ten system nie jest w stanie przyjąć takich decyzji, które pozwoliłyby przezwyciężyć trudności⁵. Władze Rosji wykorzystały kryzys do rzucenia oskarżeń na Stany Zjednoczone, w których rozpoczął się kryzys.

Już jesienią 2008 r. podjęto w Rosji pierwsze decyzje mające na celu ograniczenie skutków kryzysu. Te decyzje nie miały jednak charakteru systemowego. 7 października 2008 r. prezydent D. Miedwiediew poinformował, że państwo udostępni rosyjskim bankom 950 mld rubli (równowartość około 30 mld dol.) kredytów na okres nie krótszy niż 5 lat. Ten komunikat nie zahamował kryzysu. Tego dnia korporacje Łukoil, Rosnieft i Gazprom zwróciły się do rządu o pomoc w spłacie kredytów zaciągniętych w zagranicznych instytucjach finansowych. W tym czasie w niektórych korporacjach (Kamaz) rozpoczęto redukcję zatrudnienia. Według źródeł rosyjskich rynek utracił 70% kapitalizacji, w czasie kiedy inne rynki zagraniczne straciły do 30%. W konsekwencji spadło zaufanie do Rosji i rosyjskiego rynku finansowego. Agencje ratingowe Fitch, Moody's i Standard & Poor's zmieniły prognozy dla kilkunastu rosyjskich banków ze stabilnej na negatywną. 24 października 2008 r. centralny bank Rosji wyasygnował kwotę 13 mld dol. w celu niedopuszczenia do obniżenia się wartości rubla. W ciągu następnego tygodnia rezerwy walutowe Rosji zmniejszyły się o 31 mld dol. W ostatnim miesiącu 2008 r. zmniejszyły się o 78,1 mld dol.

Równolegle występowały niekorzystne zmiany na rynkach surowców energetycznych. Na początku listopada 2008 r. cena rosyjskiej ropy obniżyła się do 58 dol. za baryłkę. Oznaczało to, że w 2009 r. należało się spodziewać się w Rosji deficytu budżetowego. W grudniu 2008 r. odnotowano znaczący spadek (o 10,3%) produkcji przemysłowej. Odnotowano także, po raz pierwszy od wielu lat, spadek wartości PKB w porównaniu z poprzednim miesiącem, co skutkowało pogorszeniem nastrojów zagranicznych inwestorów. W okresie sierpień–wrzesień 2008 r. z Rosji odpłynęło za granicę 75 mld dol. kapitału. 19 listopada 2008 r. prezes banku centralnego Rosji poinformował, że w poprzednim miesiącu zmniejszyła się wartość rezerw walutowych Banku Rosji o ponad 97 mld

⁵ Oficjalna strona internetowa rządu rosyjskiego.

dol. Z tego 57,5 mld dol. przeznaczono na interwencje w celu podtrzymania kursu rubla. W październiku 2008 r. sektor bankowy zanotował straty – rekordzistą był Wnieszekonombank, którego aktywa straciły na wartości 46 mld rubli.

Początek 2009 r. przyniósł kolejne negatywne zmiany. Analitycy rosyjscy i zagraniczni zaczęli mówić o stagflacji w Rosji (spadek produkcji przy jednoczesnym wzroście inflacji). MFW w Rosji prognozował na 2009 r. spadek produkcji o 0,7%. Według Rosstatu w styczniu 2009 r. produkcja była niższa o 16% w porównaniu z analogicznym okresem 2008 r. Zmniejszył się eksport surowców energetycznych. Wydobycie gazu przez Gazprom w I kwartale 2009 r. zmniejszyło się aż o 9,5%. Jednak już w II kwartale rosyjski PKB zaczął rosnąć: w porównaniu z I kwartałem zwiększył się o blisko 7,5%. Według danych Rosstatu opublikowanych w lutym 2010 r. PKB Rosji w całym 2009 r. zmniejszył się o blisko 7,9% w porównaniu z rokiem poprzednim.

1. Działania antykryzysowe

Działania antykryzysowe mogą przyjmować różny charakter w zależności od czasu, w którym są podejmowane. Mogą to być⁶:

- działania prewencyjne – zapobiegające powstawaniu kryzysów finansowych (*crises prevention*), monitorowanie i identyfikacja ryzyka kryzysu finansowego – funkcja profilaktyczna,
- zarządzanie sytuacją kryzysową (gdzie wystąpi kryzys) – usuwanie skutków kryzysów (*crises management and resolution*) – funkcja zarządzania kryzysowego.

W sytuacji wystąpienia kryzysu powinny być podejmowane działania na poziomie krajowym i na poziomie międzynarodowym (globalnym).

Działania prewencyjne (na rzecz poprawy stabilności systemu finansowego) to działania zapobiegające zakłóceniom (polityka antykryzysowa, uruchomienie rezerw) oraz utrzymywanie niskiej inflacji, zapewnianie płynności systemu finansowego, zmiany przepisów prawnych regulujących sprawne

⁶ H. Żukowska, *Stabilność i czynniki destabilizujące system bankowy (przykład Rosji po 1990 roku)*, Wyd. UMCS, Lublin 2007, s. 141–142.

funkcjonowanie systemu finansowego oraz przygotowanie się do radzenia sobie z przypadkami zagrożenia stabilności. Działania neutralizujące efekty zaburzeń (zarządzanie sytuacją kryzysową) to zapewnienie płynności systemu finansowego, ograniczanie zjawiska *moral hazard*, restrukturyzacja systemu finansowego po kryzysie.

Działania antykryzysowe znajdują się w gestii instytucji, które na potrzeby zarządzania kryzysowego w literaturze przyjęło się określać pojęciem sieci bezpieczeństwa finansowego. Sieć bezpieczeństwa finansowego (*safety net*) to zespół rozwiązań instytucjonalnych i regulacji prawnych mających na celu ochronę systemu finansowego przed destabilizacją (tworzenie fundamentalnych warunków dla stabilności finansowej)⁷. Celem sieci bezpieczeństwa finansowego jest tworzenie warunków bezpiecznego i stabilnego funkcjonowania systemu finansowego.

Sieć bezpieczeństwa finansowego może być identyfikowana w ujęciu wąskim i szerokim. W ujęciu wąskim obejmuje instytucje bezpośrednio oddziałujące na stabilność systemu bankowego: bank centralny, nadzór (finansowy) nad bankami, systemy gwarantowania depozytów (obowiązkowe i dobrowolne). W szerszym ujęciu sieć bezpieczeństwa finansowego obejmuje także parlament i rząd, systemy płatnicze i rozliczeniowe, nadzór nad rynkiem finansowym oraz nadzór właścicielski, instytucje zwiększające przejrzystość rynku finansowego, systemy ochrony inwestorów i kredytobiorców oraz system audytu.

Nadzór finansowy nad bankami obejmuje aktywność regulacyjną, kontrolę i sankcje finansowe oraz administracyjne za nieprzestrzeganie regulacji. System gwarancji depozytów to przede wszystkim zabezpieczenie deponentów (w całości lub w części) przed stratami z tytułu upadłości banków, ale także ochrona systemu bankowego przed ryzykiem systemowym, programy pomocowe i restrukturyzacyjne dla banków w trudnej sytuacji płynności. Niezależnie od wagi roli nadzoru finansowego i systemów gwarancji depozytów w zapobieganiu negatywnym skutkom kryzysów finansowych podstawową instytucją kompetentną do walki z kryzysami są banki centralne. Troska o stabilność systemu finansowego wpisuje się w poszczególne cele, zadania

⁷ O. Szczepańska et al., *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej na przykładzie wybranych krajów*, „Materiały i Studia NBP” nr 4, kwiecień 2004.

i funkcje banków centralnych, które są zasadniczym filarem systemu bezpieczeństwa finansowego. Banki centralne tradycyjnie podejmowały działania na rzecz stabilności finansowej. Można nawet powiedzieć, że niestabilność finansowa przyczyniła się do powstania i upowszechnienia bankowości centralnej na całym świecie, co obserwujemy, analizując historię tej bankowości. Banki centralne na świecie mają różne cele określone przez obowiązujące je regulacje i wynikającą z nich organizację i zasady funkcjonowania oraz istotę polityki monetarnej.

Praktyka bankowości centralnej na świecie pokazuje, że banki centralne jako elementy sieci bezpieczeństwa finansowego mogą funkcjonować w zróżnicowany sposób:

- wypełniać tylko klasyczne funkcje banku centralnego (emisyjną, banku banków i banku państwa – gospodarki narodowej oraz centralnej instytucji dewizowej),
- łączyć klasyczne funkcje banków centralnych z funkcjami innych instytucji sieci bezpieczeństwa, np. nadzoru czy instytucji ochrony systemowej,
- być jedyną lub jedną z wielu instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego.

Celem banków centralnych może być niska i stabilna inflacja lub dążenie do równowagi na rynku bankowym⁸. Rzadko jest to jeden cel, częściej są to wiązki celów, pomiędzy którymi muszą być zachowane pewne proporcje. Banki centralne stają przed sytuacjami wyboru pomiędzy skupieniem się na urzeczywistnieniu jednego celu kosztem drugiego czy wielu celów⁹. Dominującym celem banków centralnych jest stabilność monetarna. Jednakże coraz częściej formułowane są poglądy, że banki centralne ponoszą odpowiedzialność za stabilność nie tylko monetarną, ale także stabilność finansową¹⁰. Można zwrócić uwagę na odmienne zachowania banków centralnych w sytuacji stabilności finansowej i w sytuacji kryzysu. W okresie stabilności finansowej będzie to zapewnianie stabilności monetarnej i operowanie dostępnymi instrumentami w celu niedopuszczenia do powstawania baniek spekulacyjnych

⁸ H. Żukowska, op.cit., s. 165–170.

⁹ A.S. Blinder, *Bankowość centralna w teorii i praktyce*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2001, s. 17.

¹⁰ J. Healey, *Financial stability and the central bank: international evidence*, w: *Financial stability and central banks*, red. P. Sinclair, J. Healy, Routledge, London 2003, s. 19–78.

lub zakłóceń płynności rynku finansowego i realizacji rozliczeń. W sytuacji niestabilności bank centralny częściej występuje jako kredytodawca ostatniej instancji (w celu odbudowania płynności w sektorze bankowym), prowadzi aktywną politykę informacyjną (w celu hamowania paniki bankowej i zjawiska *moral hazard*), korzysta z instrumentu moralnej perswazji oraz decyduje o podejmowaniu (niepodejmowaniu) bezpośredniej interwencji.

Wśród wielu spotykanych w literaturze koncepcji teoretycznych na temat roli banku centralnego w sytuacji kryzysu finansowego celowe wydaje się zwrócić uwagę na następujące.

- 1) D. Laidler uważa, że „klasyczną funkcją banków centralnych realizowaną w ramach *safety net* na etapie zarządzania kryzysowego jest angażowanie się w kwestie budowania stabilności finansowej już na etapie zapobiegania destabilizacji systemu finansowego (analizy systemu finansowego z punktu widzenia oceny odporności systemu na szoki i występowania potencjalnych ryzyk)”¹¹.
- 2) X. Freixas, C. Gianini, G. Hoggarth i F. Soussa są zdania, że w sytuacji kryzysu finansowego „Funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji (LoLR) oznacza dyskrecjonalne zasilenie w płynność pojedynczego banku lub całego systemu bankowego w reakcji na niekorzystny szok wywołujący nadzwyczajny wzrost popytu na pieniądź rezerwowy, który nie może zostać zaspokojony z innych (np. prywatnych) źródeł”¹².
- 3) F. Capie, Ch. Goodhart, S. Fischer i N. Schnadt wskazują, że w obszarze funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji „Podstawową i wyróżniającą cechą tego zadania banków centralnych (LoLR) jest szybkość, z jaką bank centralny może zareagować na problem banku komercyjnego wynikający z utraty płynności. Żadna inna instytucja nie jest w stanie natychmiast zasilić rachunku banku”¹³.

¹¹ D. Laidler, *Central bank as a lender of last resort – trendy or passe*, Konferencja Naukowa NBP „Bankowość centralna a system finansowy”, 2004.

¹² X. Freixas, C. Gianini, G. Hoggarth, F. Soussa, *Lender of Last Resort; a Review of Literature*, „Financial Stability Review”, Bank of England, November 1999.

¹³ F. Capie, Ch. Goodhart, S. Fischer, N. Schnadt, *The Future of Central Banking*, Cambridge 1994.

W sytuacji kryzysowej banki centralne intensywniej występują jako kredytodawca ostatniej instancji, a często podejmują działania nadzwyczajne. Uczestniczą w nacjonalizacji problemowych banków, są gwarantem dla deponentów czy inwestorów, współtworzą gwarancje pożyczek na rynku międzybankowym. Prowadzą intensywną politykę informacyjną o swoich działaniach, oceniają sytuację i podejmują działania analizując zagrożenie pokusą nadużycia *moral hazard*.

Poglądy na temat funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji zmieniały się wraz z rozwojem rynków finansowych i ewolucją bankowości centralnej. Koncepcja pożyczkodawcy ostatniej instancji po raz pierwszy sformułowana została w XIX w. przez H. Thorntona i W. Bagehota¹⁴. Według Bagehota „Teoria podpowiada, a doświadczenie pokazuje, że w czasie paniki ci, którzy dysponują największą rezerwą bankową, powinni pożyczać wszystkim, którzy przynoszą dobre zabezpieczenie, szybko, z gotowością i bez ograniczeń. Dzięki takiej polityce uśmierzą panikę. Każda inna polityka ją zwiększy”. I dalej: „Bank of England w czasie paniki musi być zawsze gotowy natychmiast służyć społeczeństwu hojną pożyczką ze swojej rezerwy. Musi jednak przyjąć dwie reguły: po pierwsze, pożyczki powinny być bardzo wysoko oprocentowane i stopę procentową należy podnieść na początku paniki, żeby rezerwa Banku Anglii była pod dobrą ochroną, po drugie, przy takim oprocentowaniu pożyczki powinny być udzielane pod wszystkie dobre papiery bankowe, gdyż celem pożyczek jest uśmierzanie niepokoju, a sposobem na wzbudzenie niepokoju jest odmówić komuś, kto oferuje dobre zabezpieczenie. Jeśli Bank Anglii nie przyjmie dobrych papierów wartościowych, niepokój nie ucichnie i inne pożyczki zawiodą”¹⁵.

Na przestrzeni lat różnice w poglądach na funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji dotyczyły głównie zasad i warunków udzielania wsparcia płynnościowego przez bank centralny. Koncentrowano się na następujących kwestiach:

¹⁴ H. Thornton, *The evidence given by Henry Thornton before the Committees of Secrecy of the Two Houses of Parliament on the Bank of England*, March and April 1797, w: H. Thorton, *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, red. i wstęp F.A. von Hayek, Allen & Unwin, London 1939 [1802]; W. Bagehot, *Lombard Street: a Description of the Money Market* (with a New Introduction by Frank C. Genovese), Irwin, Homewood, Ill. 1962 (I wyd. 1875).

¹⁵ Ibidem.

- czy funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji powinna być spełniana wobec pojedynczych banków, czy tylko wobec całego systemu bankowego,
- jaki powinien być poziom oprocentowania kredytu udzielonego przez bank centralny,
- jakie rodzaje zabezpieczeń bank centralny może akceptować.

Awaryjne wspomaganie systemu bankowego w płynność (*emergency liquidity assistance*, ELA) w sytuacji kryzysowej odnosi się do tego, czy należy zasilać w płynność tylko rynek, czy też pojedyncze instytucje mające problemy z płynnością. W praktyce często trudno określić sytuację, kiedy który ze sposobów stosować i wyraźnie rozgraniczyć te dwa sposoby postępowania¹⁶.

Dylematy w kwestii jak powinien działać bank centralny jako kredytodawca ostatniej instancji wynikają z pokusy nadużycia (*moral hazard*), która może prowadzić do:

- niekorzystnych zachowań uczestników rynku związanych z mniejszą starannością w zarządzaniu ryzykiem w oczekiwaniu wspomaganie finansowego ze strony banku centralnego,
- pomocy dla banków dobrych (niemających problemów z płynnością) i złych (niewypłacalnych) z powodu trudności w odróżnieniu jednych od drugich,
- nacisków politycznych skierowanych na bank centralny w celu finansowania problemów banków komercyjnych.

Skutki działań banku centralnego jako kredytodawcy ostatniej instancji są następujące:

- podtrzymywanie płynności systemu finansowego w czasie sytuacji kryzysowej,
- przywracanie stabilności finansowej,
- skracanie okresu spowolnienia gospodarczego po kryzysie,
- zmniejszenie liczby kryzysów dzięki działaniom zapobiegawczym.

W sytuacji kryzysowej zwraca się uwagę na potrzebę zasilenia sektora bankowego przez bank centralny jako kredytodawcę ostatniej instancji, gdy:

- a) istnieje wysokie prawdopodobieństwo wystąpienia ryzyka systemowego,
- b) nie ma możliwości wyboru innej niż fundusze banku centralnego drogi dla odbudowania płynności,

¹⁶ C. Borio, *Market distress and vanishing liquidity: anatomy and policy options*, „BIS Working Papers” Nr 158, July 2004.

- c) ograniczono ryzyko pokusy nadużycia,
- d) zapewniono ochronę reputacji, rzetelności i odpowiedzialności banku centralnego.

W warunkach światowego kryzysu finansowego pojawia się jednak problem braku kredytodawcy ostatniej instancji na poziomie globalnym. Konieczność utworzenia takiej instytucji wynika z faktu, że międzynarodowy kredytodawca ostatniej instancji mógłby zapewniać płynność na skalę ponadkrajową i zapobiegać rozprzestrzenianiu się paniki na rynkach finansowych¹⁷. Według wielu specjalistów najbliższy tej roli jest Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Jednakże nie może on jeszcze obecnie wypełniać dobrze tej funkcji, gdyż nie ma odpowiednich środków finansowych, a ponadto nie może emitować dodatkowych pieniędzy¹⁸.

2. Działania antykryzysowe w Rosji w okresie 2008–2009

Od początku 2008 r. władze Rosji obserwowały rozprzestrzenianie się kryzysu poza Amerykę i monitorowały zmiany z tego tytułu zachodzące na rynkach światowych. Mając świadomość zagrożenia „zarażeniem się” kryzysem powstającym na globalnym rynku finansowym, musiały podejmować decyzje antykryzysowe, uwzględniając wewnętrzne uwarunkowania. Działania zapobiegające eskalacji negatywnych skutków kryzysu w Rosji podejmowane były przez wiele instytucji szeroko rozumianej sieci bezpieczeństwa finansowego.

Po pierwsze, podjęto decyzje o finansowej pomocy publicznej skierowanej do sektora bankowego, innych sektorów gospodarki, poprawie płynności sektora finansowego i pomocy osłonowej dla najuboższych grup społecznych przeciwdziałającej spadkowi popytu konsumpcyjnego na dobra krajowe.

Po drugie, zaplanowano szeroko zakrojone zmiany w sferze polityki społecznej i gospodarczej rządu.

¹⁷ C.A.E. Goodhart, H. Huang, *A Simple Model of an International Lender of Last Resort*, „Economic Notes” by Banca Monte dei Paschi di Siena Vol. 29, Issue 1, 2000, s. 1–11.

¹⁸ C. Calomiris, *Blueprints for a New Global Architecture*, mimeo, Columbia Business School, New York 1998.

Po trzecie, przyjęto długofalowe plany reform strukturalnych pobudzających rozwój działalności gospodarczej i wzrost innowacyjności gospodarki (uproszczenie przepisów regulujących działalność przedsiębiorców, ograniczenie patologii w gospodarce na czele z korupcją, wsparcie finansowe dla osób rozpoczynających działalność gospodarczą i inne działania zmierzające do uruchomienia intensywnych czynników wzrostu gospodarczego).

Działania antykryzysowe w Rosji na rzecz sektora bankowego zmierzały do zwiększenia dostępności środków oferowanych przez banki dla sektora przedsiębiorstw, zwiększenia bazy kapitałowej i poprawy płynności instytucji finansowych, wyprowadzenia z rynku podmiotów niesprawnych, fuzji banków systemowo ważnych z punktu widzenia interesów państwa i stabilności rosyjskiego systemu bankowego. Sektor bankowy miał także dofinansować wybrane przedsiębiorstwa (kluczowe dla gospodarki rosyjskiej) ze środków pochodzących z budżetu państwa, korporacji państwowych w dobrej sytuacji finansowej i banku centralnego Rosji. Działania na rzecz poprawy płynności sektora bankowego ze strony rządu polegały na udzieleniu pożyczek podporządkowanych dla banków z kapitałem państwowym, niektórych prywatnych banków komercyjnych oraz dla Wnieszekonombanku (bank specjalistyczny z dominującym udziałem państwa) i wyasygnowaniu prawie 600 mld rubli dla banków w celu zabezpieczenia środków na finansowanie celowych projektów dla realnego sektora gospodarki.

Bank centralny Rosji już na przełomie lat 2008 i 2009 podejmował działania skutkujące poprawą płynności sektora bankowego poprzez:

- zwiększenie dostępności kredytu lombardowego banku centralnego,
- zmniejszenie, a nawet okresową rezygnację z wymagań w zakresie zabezpieczeń tych kredytów,
- zmniejszenie od 1 czerwca 2009 r. stopy rezerw obowiązkowych.

Została opublikowana lista banków komercyjnych, które mogły się ubiegać o kredyt lombardowy w banku centralnym, w celu pozyskania dodatkowych środków na kredyty dla przedsiębiorstw. Przedmiotem zabezpieczenia kredytu mogły być papiery wartościowe wybranych emitentów. Przygotowano też listę papierów wartościowych nienotowanych na rynku, które również były przedmiotem zabezpieczenia kredytów zaciąganych w banku centralnym Rosji przez banki komercyjne. Takie podejście banku centralnego miało na celu zwiększenie ilości środków skierowanych do gospodarki realnej w celu popra-

wienia płynności przedsiębiorstw. Zwiększeniu stabilności krajowego systemu finansowego miało też służyć zmniejszenie od 1 czerwca 2009 r. stopy rezerw obowiązkowych z 8,5% do 2,5%. Obniżyło to koszty banków oraz poprawiło ich płynność. Rząd zezwolił także na lokowanie czasowo wolnych środków finansowych budżetu federalnego na rachunkach banków komercyjnych z zamiarem przeznaczenia tych środków na kredytowanie gospodarki.

Innymi działaniami banku centralnego Rosji i rządu rosyjskiego były:

- zezwolenie na lokowanie czasowo wolnych środków finansowych budżetu federalnego na rachunkach banków komercyjnych z zamiarem przeznaczenia tych środków na kredytowanie gospodarki;
- dofinansowanie Agencji Gwarancji Depozytów Bankowych w 2009 r. kwotą 200 mld rubli; w okresie od grudnia 2008 r. do lutego 2009 r. Agencja wzięła udział w restrukturyzacji 15 banków i wykorzystwała na ten cel 132 mld rubli, z czego 32 mld rubli wyasygnował bank centralny Rosji, a pozostałą część – Agencja ze środków własnych¹⁹.

W ramach działań antykryzysowych Rządowa Agencja Kredytowania Hipotecznego przeznaczyła 60 mld rubli na restrukturyzację kredytów hipotecznych zaciągniętych przez osoby, które straciły pracę i na skutek tego nie miały środków na spłacenie zaciągniętych zobowiązań. W Rosji podjęto też prace nad ustawą o upadłości konsumenckiej w celu umożliwienia restrukturyzacji ich długów.

Uproszczono również procedury udzielania gwarancji państwowych dla przedsiębiorstw starających się o kredyty na wdrożenie innowacyjnych rozwiązań produkcyjnych oraz przedsiębiorstw zwiększających swoją produkcję eksportową. Ministerstwo Finansów Rosji mogło od drugiej połowy 2009 r. udzielać gwarancji dla firm państwowych na zabezpieczenie kredytów do wysokości 10 mld rubli zaciąganych w celu modernizacji produkcji i do 150 mln dol. na wspieranie działalności proeksportowej. Rząd przygotował w tym celu listę uprzywilejowanych sektorów w gospodarce, do których zaliczono rolnictwo, transport oraz produkcję maszyn i urządzeń.

Zestawienie instytucji, wartości i zakresu pomocy publicznej na poprawę stabilności sektora bankowego Rosji zawiera tabela 2.

¹⁹ G. Gref, K. Judajewa, *Rossijskaja bankowskaja sistiem a w usłowijach globalnowo kriezisa*, „Woprosy Ekonomiki” nr 7, 2009.

Tabela 2. Wydatki na utrzymanie stabilności rosyjskiego sektora bankowego w latach 2008–2009 (w mld rubli)

Instytucje finansujące	Formy wsparcia	Wartość planowana	Wartość zrealizowana
Ministerstwo Finansów	<ul style="list-style-type: none"> • aukcje • lokowanie środków Funduszu Dobrobytu Narodowego w akcje i obligacje • lokowanie środków budżetu federalnego na rachunkach depozytowych w bankach komercyjnych 	1 514 175 330	1 172 90 330
Bank centralny Rosji	<ul style="list-style-type: none"> • zmniejszenie rezerw obowiązkowych • kredytowanie bez zabezpieczeń (do 1 roku) • kredytowanie z zabezpieczeniami (do 1 roku) • operacje REPO, codzienne • inne formy refinansowania (<i>overnight</i>, kredyt lombardowy) do 90 dni • kredyt podporządkowany Banku Rosji do 2020 r. 	380 3 500 1 500 do 700 bez ograniczeń 1 000	380 1 768 732 do 300 289 500
Wnieszekonombank	<ul style="list-style-type: none"> • refinansowanie długu zagranicznego • kredyt podporządkowany do 2020 r. • Wnieszekonombank i Rosselchozbank • inne banki 	1 350 480 255 255	150,7 258 225 33
Agencja Gwarantowania Depozytów	<ul style="list-style-type: none"> • łączenie banków • dofinansowanie kapitału AGD 	231,5 200	114,5 200
Agencja Gospodarki Komunalnej	<ul style="list-style-type: none"> • wykup kredytów hipotecznych • wspieranie rozwoju rynku hipotecznego • dofinansowanie AGK 	60 200 60	26 0 0
Korporacje państwowe	<ul style="list-style-type: none"> • fundusz wspierania reform gospodarki komunalnej • korporacja Rosnano (nanotechnologie) • korporacja Olimpstroj 	240 130 70	202 0 0
Bezpośrednie inwestycje	<ul style="list-style-type: none"> • Rosselchozbank • Wnieszekonombank (2008 r.) • Wnieszekonombank (luty 2009 r.) • Wnieszekonombank (2009 r.) • Wniesztorbank 	75 75 100 130 200	75 75 0 0 0
Gwarancje	298 banków z generalną licencją	300	0
Razem	wartość ogółem wsparcia	13 220,5	6 920,2
W % do PKB		31,7	16,6
PKB	wolumen PKB w 2008 r.	41 668,0	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: S. Andriuszyn, W. Kuzniecowa, *Bankowskiy sektor i puti jewo reформиrowanija*, „Woprosy Ekonomiki” nr 7, 2009; czasopisma: „Wiedomosti” (2008 r.), „Kommiersant” (2009 r.), „Rossijskaja Biznes-Gaziet” (2009 r.).

3. Ocena działań antykryzysowych w Rosji

Oceniając przedsięwzięcia antykryzysowe, których podjął się rząd Federacji Rosyjskiej i bank centralny Rosji, należy zwrócić uwagę na wielkość nakładów finansowych ze środków publicznych, zakres i skuteczność działań antykryzysowych, czas reakcji, transparentność pomocy oraz zagrożenie zjawiskiem *moral hazard*. Można przyjąć, że działania zapobiegające rozprzestrzenianiu się kryzysu i jego negatywnym skutkom podjęte zostały we właściwym czasie. Już w 2008 r., kiedy kryzys przenosił się z USA do innych krajów, w najważniejszych ośrodkach decyzyjnych w Rosji podejmowano pierwsze decyzje. Pozytywnie należy ocenić współpracę rządu i banku centralnego podjętą w tym okresie. Ze środków rezerw walutowych uruchamiano kolejne transze finansowe pozwalające skutecznie chronić wartość waluty krajowej, stabilizować gospodarkę.

Jednakże można zgłosić wiele uwag krytycznych do działań antykryzysowych podejmowanych w Rosji.

- krytycznie należy ocenić selektywność pomocy udzielanej przez bank centralny Rosji i rząd bez transparentnych reguł wsparcia, wyrażającą się w realizowaniu zasady „konstruktywnej niejednoznaczności”,
- cele działań antykryzysowych nie zawsze były skoordynowane, czasem nawet wykluczały się,
- dedykowana pomoc państwa często miała charakter uznaniowy i była katalizatorem korupcyjnych zachowań,
- działania antykryzysowe zostały wykorzystane do wzmocnienia roli państwa w gospodarce rosyjskiej i ograniczania rynku,
- bezpośrednio ingerowano w proces stanowienia cen, szczególnie na artykuły pierwszej potrzeby,
- interwencjonizm państwowy ograniczał zakres rynku w gospodarce w nadmiernym, i często nieuzasadnionym, stopniu.

Kryzys w Rosji, podobnie jak w innych krajach, miał w pewnym sensie charakter „oczyszczający”. Stał się okazją do krytycznej weryfikacji utrwalonych reguł funkcjonowania gospodarki. Pokazał, że konieczne jest podjęcie decyzji i działań poprawiających efektywność gospodarowania i ułatwiających prowadzenie prywatnej przedsiębiorczości. Zwrócił uwagę na potrzebę zmian

i uświadomił, że wiele z nich nie wymaga nakładów finansowych, tylko woli i determinacji ich wdrożenia do systemu gospodarczego.

Można więc przyjąć, że dzięki kryzysowi rząd rosyjski został zmuszony do zainicjowania reform w kierunku poprawy efektywności gospodarowania i zmiany modelu funkcjonowania gospodarki z surowcowego na innowacyjny. W tym miejscu nasuwa się pytanie: czy wystarczy determinacji na realizację tych projektów? Należy przypuszczać, że dzięki kryzysowi przynajmniej część rosyjskich reform gospodarczych będzie kontynuowana, a pozycja Rosji w gospodarce światowej będzie się umacniała i stabilizowała.

4. Krajobraz w Rosji po kryzysie – aktualna sytuacja w gospodarce Rosji (silne i słabe strony)

Rosja to największy kraj na świecie – jest na pierwszym miejscu pod względem obszaru z terytorium o powierzchni 17 098,2 tys. km². Zajmuje siódme miejsce jeżeli chodzi o liczbę ludności (143 mln). Gospodarka rosyjska jest bogato wyposażona w złoża różnych surowców naturalnych. Na terytorium Rosji znajduje się ponad 45% zasobów węgla kamiennego, 40% złóż gazu ziemnego, 10% światowych złóż ropy naftowej i wiele innych, rzadko występujących surowców. Pod względem wielkości PKB Rosja znajduje się w czołówce światowej. W 2008 r. zajmowała siódme miejsce według parytetu siły nabywczej PKB (*purchasing power parity*), a jedenaste miejsce na świecie jeżeli chodzi o wielkość PKB w wyrażeniu nominalnym. Przed kryzysem w latach 2000–2007 (wg United Nations Statistics Division) rosyjski PKB wzrósł o 397%. Pod względem produkcji wielu dóbr zajmuje wiodące pozycje na świecie, np. gaz ziemny i produkcja buraków cukrowych – miejsce pierwsze, ziemniaki – drugie, cegła węgiel brunatny – trzecie, energia elektryczna, stal, nawozy sztuczne, tkaniny bawełniane, żyto, mleko – czwarte, ruda żelaza i cement – miejsce piąte²⁰.

Argumentów za siłą ekonomiczną Rosji można znaleźć jeszcze więcej: a) po 2000 r. permanentnie generowana była nadwyżka budżetowa, będąca w dużej mierze efektem wielkich rozmiarów eksportu surowców energe-

²⁰ Rossija w cifrach, Moskwa 2008, s. 36.

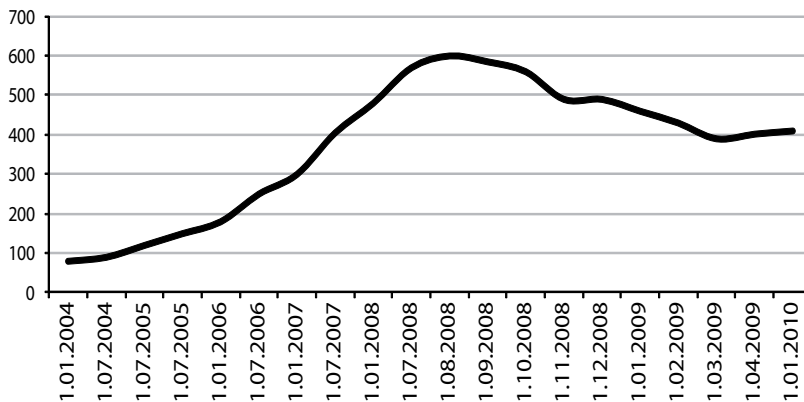
- tycznych; po wyeliminowaniu wpływu cen eksportu ropy naftowej i gazu na stan budżetu państwa budżet ten zamykał się jednak deficytem w latach 2005–2007 (odpowiednio 2,1%, 2,8%, 2,9% PKB);
- b) saldo bilansu handlowego Rosji od 1994 r. do 2008 r. utrzymywało wartość dodatnią;
 - c) wzrost płacy nominalnej i realnej, a także wzrost dochodów realnych (w %) przewyższa tempo wzrostu PKB;
 - d) postępował spadek zadłużenia sektora publicznego;
 - e) do 2008 r. utrzymywał się napływ kapitału netto do gospodarki rosyjskiej – napływ kapitału z zagranicy przewyższał odpływy kapitału za granicę;
 - f) inwestycje bezpośrednie napływające do Rosji w porównaniu z innymi krajami *emerging markets* są wysokie;
 - g) rośnie wydobywanie i sprzedaż ropy naftowej (1998 r. – 300 mln t, 2007 r. – 490 mln t);
 - h) zaawansowana jest prywatyzacja (80% PKB powstaje w sektorze prywatnym);
 - i) korzystnie rozwija się rynek finansowy (rosnąca kapitalizacja rosyjskiej giełdy i jedna z wyższych na świecie dochodowości inwestycji na tej giełdzie);
 - j) stabilny jest sektor bankowy (do połowy 2008 r.), następuje wzrost jego podstawowych parametrów (w latach 2001–2008 wielkość kapitałów własnych zwiększyła się ponad 5-krotnie, ale nie przekroczyła 100 mld dol.);
 - k) wielu przedstawicieli Rosji znajduje się w czołówce najbogatszych ludzi na świecie – ich liczebność wzrasta (w 2008 r. było 87 miliardów);
 - l) wysoki jest poziom rezerw walut zagranicznych banku centralnego Rosji.

Wysoki poziom rezerw stanowi zabezpieczenie przed skutkami gwałtownego odpływu kapitału za granicę i łagodzi zagrożenie kryzysem walutowym. W sierpniu 2008 r. wartość rezerw sięgnęła apogeum (prawie 600 mld dol.). Od sierpnia 2008 r. stan rezerw walutowych dość szybko się obniżał wskutek odpływu kapitału zagranicznego oraz działań antykryzysowych rządu rosyjskiego. Od marca 2009 r. rezerwy walutowe są odbudowywane. W marcu 2010 r. rezerwy walutowe wyniosły 436,3 mld dol.²¹ Mimo okresowego spadku

²¹ Strona internetowa banku centralnego Rosji: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=macro/macro_09.htm&pid=macro&sid=oep (28.03.2010).

wielkości rezerw walutowych Rosja spełnia międzynarodowe normy zapewniające bezpieczeństwo ekonomiczne. Zagraniczne aktywa zabezpieczają wartość większą niż trzymiesięcznego importu towarów i usług plus wartość rocznych łącznych zobowiązań zagranicznego zadłużenia.

Rysunek 1. Rezerwy walutowe Rosji (w mld dol.)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Centralnego Banku Federacji Rosyjskiej z lat 2009 i 2010.

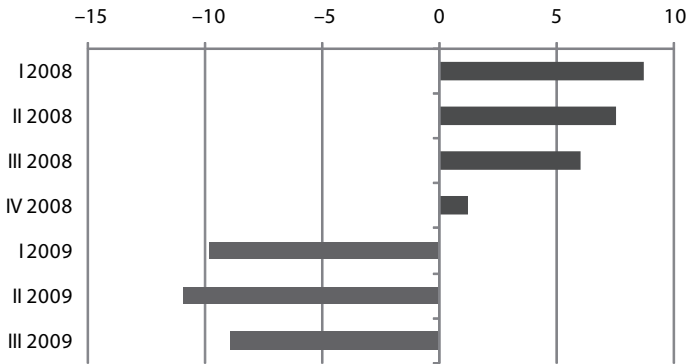
Tabela 3. Tendencje w zakresie podstawowych kategorii makroekonomicznych

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006	2007	2008	01-03 2009	01-05 2009
Wzrost PKB (w %)	7,3	7,2	6,4	7,4	8,1	5,6	-9,8	-10,1
Wzrost produkcji przemysłowej (r/r, w %)	8,9	8	5,1	6,3	6,3	2,1	-14,3	-15,4
Wzrost nakładów na kapitał trwały, (r/r, w %)	12,5	13,7	10,9	16,7	21,1	9,8	-15,6	-17,7

Źródło: *Russian Economic Report Nr 19*, The World Bank in Russia, June 2009, <http://www.worldbank.org/ru>

Od września 2008 r. Rosja zaczęła odczuwać negatywne skutki międzynarodowego kryzysu finansowego oraz konsekwencje spadku cen ropy i gazu ziemnego. Zmniejszyła się wartość PKB, spada produkcja przemysłowa i maleje wartość nakładów na kapitał podstawowy.

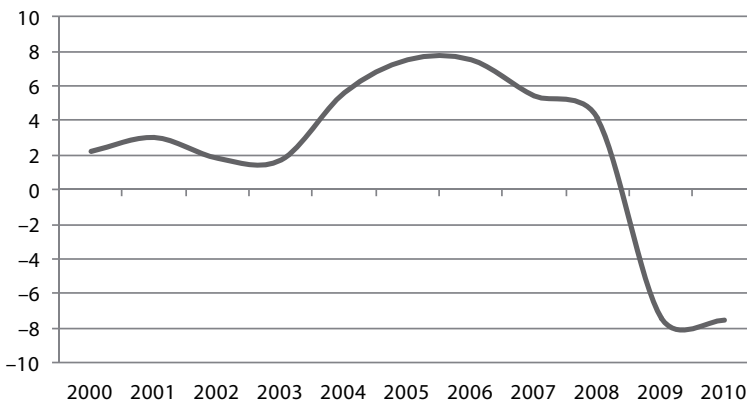
Rysunek 2. Kwartalna zmiana PKB do odpowiedniego okresu poprzedniego roku w latach 2008–2009 (w %)



Źródło: I. Wiśniewska, A. Dubas, J. Rogoża, *Rosja w kryzysie. Rok pierwszy*, raport, Ośrodek Studiów Wschodnich, Warszawa 2010, s. 9.

Na skutek kryzysu i spadku wpływów z rosyjskiego eksportu drastycznie pogorszył się stan finansów publicznych w Rosji.

Rysunek 3. Proficyt/deficyt budżetu federalnego Federacji Rosyjskiej w latach 2000–2010

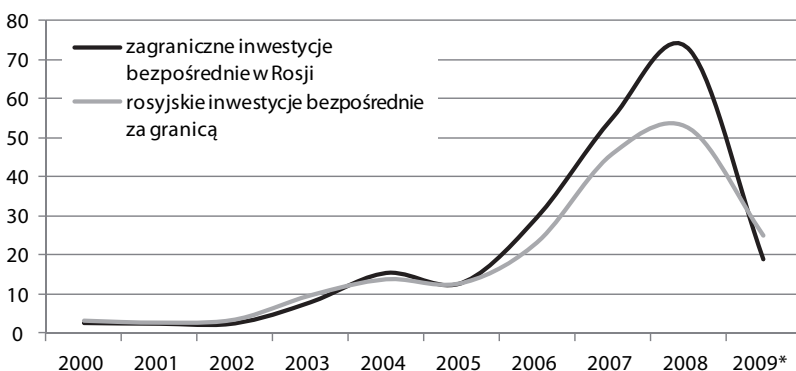


Źródło: I. Wiśniewska, A. Dubas, J. Rogoża, op.cit., s. 11.

Korzystnym uwarunkowaniem wzrostu gospodarczego do 2008 r. był stan finansów publicznych. Do tego czasu w budżecie Rosji systematycznie wygospodarowywana była nadwyżka przychodów nad wydatkami. W 2008 r. sytuacja zmieniła się i budżet państwa zamknął się deficytem. Ale już w ostatnim kwartale 2009 r., mimo aktywnego wsparcia gospodarki ze środków publicznych, odnotowano odwrócenie trendu i zmniejszenie skali deficytu budżetowego.

Do 2008 r. czynnikiem rozwoju gospodarki w Rosji był dynamicznie rosnący popyt zarówno gospodarstw domowych, jak i gospodarki krajowej. Korzystnie kształtowała się sytuacja w sferze budżetowej. Terminowo wypełniano świadczenia społeczne, co poprawiało nastroje ludności, w tym emerytów i rencistów. Czynnikiem sprzyjającym była obniżająca się inflacja. Istotny wpływ na rosyjską gospodarkę mają relacje z zagranicą, wyrażające przepływy kapitału i zagranicznych inwestycji. Od 2000 r. systematycznie umacniał się rubel. Wzrastała wartość kapitału inwestowanego przez zagranicznych inwestorów. Napływ kapitału zagranicznego do Rosji wyniósł netto 40 mld dol. w 2006 r. i 80 mld dol. w 2007 r.

Rysunek 4. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Rosji i rosyjskie inwestycje bezpośrednie za granicą w okresie 2000–2009 (w mld dol.)



Źródło: I. Wiśniewska, A. Dubas, J. Rogoża, op.cit., s. 16.

W ostatnich latach widoczna była poprawa wyników w handlu zagranicznym, co wyrażało się w znacznym wzroście zarówno rosyjskiego eksportu,

jak i importu. W okresie od 1999 do 2008 r. eksport ogółem zwiększył się z 75,6 mld dol. do 471,6 mld dol. Jednak za 2009 r. zdecydowanie się zmniejszył – do 304 mld dol. Import towarów do Rosji wzrósł natomiast z 39,5 mld dol. w 1999 r. do 291,9 mld dol. w 2008 r. Natomiast za 2009 r. znacząco się zmniejszył – do 191,9 mld dol. Jednakże systematycznie utrzymuje się dodatnie saldo w handlu zagranicznym: w ciągu ośmiu lat wyniosło ono łącznie 725,9 mld dol., ułatwiając finansowanie potrzeb gospodarki. Niestety, ułatwiło także finansowanie ekstensywnego rozwoju opartego na eksploatacji surowców naturalnych i ich sprzedaży za granicę. Załamanie cen na ropę skutkowało istotnie zmniejszonymi wpływami do budżetu.

Tabela 4. Cena ropy i wyniki w handlu zagranicznym Rosji w latach 2000–2010

Wyszczególnienie	2000	2001	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Cena (średnia) ropy (w dol. za baryłkę)	26,70	23,00	23,90	34,20	50,00	61,10	69,50	93,9	60,7

Źródło: dane banku centralnego Rosji, http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=macro/macro_09.htm&pid=macro&sid=oep (28.03.2010).

Istotnym czynnikiem stabilizującym wzrost gospodarczy w Rosji jest utworzony w styczniu 2004 r. Fundusz Stabilizacyjny, będący częścią budżetu państwa. Na koniec 2007 r. na rachunku Funduszu znajdowało się 156,8 mld dol.²², co stanowiło około 11% PKB.

Po 1 stycznia 2008 r. Fundusz Stabilizacyjny został podzielony na dwie części: Fundusz Rezerwowy, zarządzający środkami w wysokości 56,9 mld dol., i Fundusz Dobrobytu Narodowego, dysponujący wówczas 32,8 mld dol.²³

Celem tych funduszy jest konieczność stabilizowania budżetu państwa w sytuacji znaczącego obniżenia cen na surowce energetyczne. Ponadto są one podstawowymi instrumentami absorbowania nadmiernej płynności, wyciszają presję inflacyjną, zmniejszają zależność gospodarki od niekorzystnych zmian cen na rynkach zagranicznych i wahań wpływów z eksportu surowców

²² Ministerstwo Finansów FR, <http://www1.minfin.ru/ru/stabfund/statistics/volume/> (05.07.2008).

²³ Ministerstwo Finansów FR, <http://www1.minfin.ru/ru/reservefund/statistics/volume/index.php?id4=5796>, <http://www1.minfin.ru/ru/nationalwealthfund/statistics/volume/index.php?id4=5802>, stan na 1.07.2008 r.

energetycznych na poziom rezerw dewizowych kraju. Środki zgromadzone na rachunkach Funduszu Stabilizacyjnego pochodzą z ceł na eksportowaną ropę naftową oraz z podatków nakładanych na wydobycie surowców mineralnych. W sytuacji gdy cena ropy naftowej na rynkach zagranicznych przewyższa ustaloną cenę bazową za jedną baryłkę ropy naftowej, nadwyżka trafia na rachunek Funduszu. Wielkość Funduszu Stabilizacyjnego *per capita* wynosi 1200 dol. W 2005 r. środki zgromadzone na rachunku Funduszu Stabilizacyjnego wydatkowano na spłatę długu Rosji w MFW, na zmniejszenie długu w Klubie Paryskim oraz na spłatę zadłużenia Ministerstwa Finansów Rosji (kredytu zaciągniętego we Wniesztorgbanku, a przeznaczonego na spłatę rat i kosztów obsługi długów zaciągniętych przez państwo za granicą). Część środków przeznaczono na spłatę deficytu Funduszu Rent i Emerytur Rosji.

Podsumowując ocenę gospodarki rosyjskiej po kryzysie 2008–2009, należy zauważyć, że jakkolwiek gospodarkę rosyjską silnie dotknął międzynarodowy kryzys finansowy i gospodarczy, to wydaje się, że w ostatnich miesiącach Rosja znajduje się już na ścieżce wychodzenia z kryzysu i wchodzenia na ścieżkę wzrostu. Argumenty o sile ekonomicznej Rosji uznają rozwinięte kraje, a międzynarodowe instytucje finansowe (MFW, BŚ) i agencje ratingowe zaliczają Rosję do krajów o dominującej gospodarce rynkowej i traktują jako poważnego kandydata do WTO.

Oceniając sytuację gospodarczą Rosji, należy przytoczyć także argumenty świadczące o niekorzystnych zjawiskach zachodzących w Rosji. Do najważniejszych należy zaliczyć następujące:

- niekorzystne relacje na styku gospodarki i polityki, słabe struktury demokratyczne, silne powiązania polityki z gospodarką, rywalizację o pomoc publiczną różnych sektorów gospodarki (*rent seeking activity*);
- ekstensywny charakter rozwoju gospodarczego, oparty na rabunkowej gospodarce zasobami;
- rozległość szarej strefy (szacunki 25–40% PKB);
- niestabilność lub niekompletność przepisów prawnych w wielu dziedzinach gospodarki, szczególnie w sferze prywatnej własności ziemi i obrotu ziemią – „nihilizm prawny” (opinia prezydenta D. Miedwiediewa);
- nieprawidłowości w prywatyzacji wywołujące dążenia struktur państwowych do nacjonalizacji i „odbierania” majątku państwowego;

- rozwiniętą biurokrację;
- wysoki poziom i wzrost zjawiska korupcji (wg Transparency International korupcja w Rosji w 2007 r. sięgnęła jednej trzeciej rosyjskiego budżetu i jest porównywalna z poziomem szacowanym dla Kenii, Syrii i Bangladeszu);
- silną zorganizowaną przestępczość;
- niekorzystny klimat inwestycyjny, niechęć (obawy) do lokowania zagranicznych inwestycji oraz wysokie ryzyko polityczne związane z konfliktami z krajami sąsiednimi;
- ambicje i występowanie z pozycji mocarstwa militarnego, politycznego i surowcowego, zagrażające izolacją na arenie międzynarodowej;
- postępujący wzrost roli państwa w gospodarce, z jednoczesną słabością struktur państwa;
- szybki wzrost zadłużenia zagranicznego sektora prywatnego;
- problemy z neutralizacją wpływu „petrodolarów” na podaż pieniądza i inflację w gospodarce;
- silne uzależnienie gospodarki od eksportu i poziomu cen surowców, ewidentne symptomy „choroby holenderskiej”;
- zmienność przepływów kapitałowych z zagranicy i permanentne zagrożenie odpływem kapitału zagranicznego z Rosji;
- niesprzyjające warunki prowadzenia biznesu [wynikające z badania Banku Światowego analizującego (jednolitą metodologią) warunki prowadzenia działalności gospodarczej w wielu gospodarkach świata]; w raporcie Banku Światowego *Doing Business 2009* Rosja plasuje się na 120 miejscu na 181 sklasyfikowanych krajów; reformy warunków prowadzenia działalności gospodarczej w Rosji zostały zahamowane;
- postępujący spadek liczby ludności w wieku produkcyjnym (emigracja) oraz ujemny przyrost naturalny;
- zwiększająca się polaryzacja dochodów w Rosji; wskaźnik Giniego szybko wzrasta, a więc narastają nierówności w podziale dochodów w społeczeństwie; współczynnik ten w Rosji obecnie jest najwyższy w Europie.

Podsumowując, należy stwierdzić, że po załamaniu gospodarki rosyjskiej w latach 2008–2009 korzystnie kształtują się wskaźniki makroekonomiczne. Jednakże równolegle występuje wiele nieprawidłowości w funkcjonowaniu gospodarki.

- 1) Brak jest działań skierowanych na modernizację gospodarki w kierunku poprawy jej efektywności, w niedostatecznym stopniu wprowadzane są rozwiązania proinnowacyjne.
- 2) Rosji potrzebne jest przejście na intensywny rozwój gospodarki. Oparcie rozwoju na systematycznej eksploatacji nośników energii (ropa i gaz) w efekcie umacnia ekstensywny charakter gospodarki²⁴. Rosyjska gospodarka staje się coraz mniej konkurencyjna w świecie.
- 3) Konieczne jest ograniczenia presji inflacyjnej. Zmniejszanie inflacji w Rosji jest zadaniem strategicznym i od jego realizacji zależy w istotnym stopniu skuteczność reform gospodarczych oraz społecznych.
- 4) Potrzebne jest ograniczanie szarej strefy w gospodarce, przeciwdziałanie korupcji w administracji rządowej. Jeżeli w przeszłości korupcją ogarnięty był biznes, to obecnie opanowała ona już struktury publiczne, w tym państwowe.
- 5) Niezbędne jest otwarcie gospodarki rosyjskiej na współpracę z zagranicą. Należy zmieniać nieufny stosunek do inwestorów zagranicznych. Przystąpienie Rosji do WTO poprawi jej wizerunek w świecie. Jednakże oznacza to, że Rosja podporządkuje się regułom, które obowiązują członków WTO.
- 6) Powinien być podniesiony poziom Funduszu Stabilizacyjnego. Niewielka ilość środków zgromadzonych na jego rachunkach powoduje, że ma on znaczenie symboliczne. W niektórych przypadkach jest niewłaściwie wykorzystywany, gdyż służy wspieraniu konkretnych prywatnych przedsiębiorców. W zbyt małym stopniu czerpie się z Funduszu na stabilizowanie systemu finansowego i modernizację jakościową gospodarki.
- 7) Konieczne jest zmniejszanie dysproporcji rozwoju w Rosji – dotyczy to regionalnego rozwoju gospodarczego, a także poziomu życia ludności w poszczególnych regionach.

Reasumując, nie można jeszcze mówić o wyjściu z kryzysu gospodarczego. Ma on bowiem w Rosji liczne i wieloaspektowe – tkwiące w fundamentach organizacji gospodarki i utrzymujące się od wielu lat – przyczyny. W gospodarce Rosji trwa proces wychodzenia z kryzysu strukturalnego.

²⁴ D. Sorokin, *Wosproizwodstwiennyj sektor rossijskoj ekonomiki: 1999–2007*, „Woprosy Ekonomiki” nr 4, 2008, s. 98.

Obecnie Rosja jest beneficjentem korzyści, jakie daje wysokie wydobycie i rosnące ceny na ropę naftową. Jest jednak energetycznym mocarstwem, które prowadzi politykę nieuwzględniającą zagrożeń, jakie czekają w nieodległej przyszłości w związku z radykalnym pogorszeniem dostępu do udokumentowanych lub eksploatowanych źródeł energii.

Przed Rosją i jej gospodarką stoją poważne wyzwania. Podoba im tylko wtedy, kiedy przejdzie się na intensywną ścieżkę rozwoju i podejmie rywalizację na konkurencyjnych rynkach. Tę rywalizację może skutecznie podjąć, gdy jej gospodarka będzie dostarczała odpowiedniej jakości wysoko przetworzonych dóbr i usług, a rosyjskie produkty będą konkurencyjne i znajdą nabywców za granicą. Czy tak się stanie? Jest to dzisiaj pytanie retoryczne.

Leszek Dziawgo¹

Bankowość komercyjna: patologia czy norma?²

Wprowadzenie

Rozważając tematykę funkcjonowania bankowości centralnej, nie można pomijać kwestii bankowości komercyjnej, która jest kanałem przekazywania impulsów polityki monetarnej do gospodarki i społeczeństwa. Klienci bankowości komercyjnej są ostatecznymi konsumentami efektów polityki monetarnej banków centralnych. Przedmiotem troski banku centralnego powinna być zatem nie tylko kondycja ekonomiczno-finansowa bankowości komercyjnej, ale również jej wiarygodność oraz pozycja w społeczeństwie. „Społeczne zakłócenia” funkcjonowania bankowości komercyjnej mogą bowiem obniżać skuteczność prowadzonej polityki monetarnej.

Trwający kryzys finansowy jest źródłem ogromnych strat materialnych i moralnych w biznesie finansowym. Choć kryzys należy oceniać w kategoriach negatywnych, to jednak są i pozytywne aspekty kryzysu, ponieważ uzyskaliśmy obszerny obraz wielu słabości współczesnego rynku finansowego. Z tej lekcji należałoby skorzystać.

Celem artykułu jest prezentacja wyników badania opinii publicznej na temat wiarygodności banków komercyjnych oraz zwrócenie uwagi na znaczenie tzw. miękkich aktywów w działalności współczesnych banków komercyjnych.

¹ Prof. zw. dr hab., Katedra Zarządzania Finansami, Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu.

² Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2007–2010 jako projekt badawczy.

1. „Miękkie” aktywa sektora finansowego

Trwający kryzys nauczył nas szacunku dla tej kategorii aktywów, które określane są jako aktywa miękkie. Są to kapitał zaufania oraz kapitał intelektualny. Nie przypadkiem kryzys *subprime* został nazwany kryzysem zaufania. Ten najpoważniejszy kryzys zaufania ma w zasadzie dwoistą naturę. Jest to bowiem brak zaufania do umiejętności profesjonalnych kadry bankowej, a także do jej postaw etycznych. Z kolei skala błędów i zaniedbań zmusza również do postawienia pytań o zasoby kapitału intelektualnego w bankowości.

Należy przypomnieć, iż jednym z poważniejszych wyzwania, przed jakimi stanął współczesny rynek finansowy podczas aktualnego kryzysu, było zapanowanie nad ludzkimi emocjami i niedopuszczenie do wybuchu paniki. Nauczeni tym doświadczeniem, musimy monitorować stan zaufania społecznego do instytucji finansowych oraz podjąć poważne badania nad kapitałem intelektualnym w „nowoczesnych” instytucjach finansowych. Nie należy pomijać także takich instytucji, jak banki centralne, instytucje nadzorcze i regulacyjne. Wydaje się, iż kryzys jest „wspólnym dziełem” – choć w różnym stopniu – niemal wszystkich instytucji działających rynku finansowym.

Należy też podkreślić potencjalnie ogromną rolę nauki w procesie bezstronnej³ analizy przyczyn i przebiegu kryzysu finansowego oraz możliwości eliminacji powtarzania się sytuacji kryzysowych. Okazało się, iż stan wiedzy w wydawałoby się znanych obszarach funkcjonowania współczesnego rynku finansowego jest jednak dalece niewystarczający. Ponadto należy szerzej uwzględnić relatywnie nowe tematy, takie jak właśnie kapitał zaufania i kapitał intelektualny.

2. *Killer banking*

Wstrząs wywołany kryzysem skłania do rozważań nad kondycją finansową, intelektualną i moralną współczesnego rynku finansowego. Nasuwa

³ Analizując wypowiedzi dotyczące kryzysu finansowego, bardzo często można odnieść wrażenie, iż w zależności od typu instytucji, jaką reprezentuje autor wypowiedzi, kryzys jest w większym stopniu dziełem bankowości komercyjnej albo bankowości centralnej, albo

się niepokojące pytanie, czy zaobserwowane nieprawidłowości, z uwagi na rozwiązania systemowe, są patologią, czy są może normą? Przecież cechą nowoczesnej instytucji finansowej jest bezwzględna pogoń za krótkoterminowym zyskiem za wszelką cenę oraz brak dbałości o los klienta. Standardem sukcesu menedżerskiego są już kwartalne i comiesięczne wyniki finansowe, co dramatycznie skraca horyzont czasowy racjonalnej oceny jakości biznesu. Jakie trwałe i efektywne relacje dla obu stron transakcji finansowej można kształtować w ten sposób?

Niestety, można odnieść nieodparte wrażenie, iż współczesny model biznesowy bankowości staje się coraz bardziej niebezpieczny dla poszczególnych banków, całego rynku bankowego, a przez to także dla gospodarki i społeczeństwa.

Mając na uwadze skalę zagrożeń, można określić tak działającą bankowość wręcz jako *killer banking* – zabójczą bankowość.

3. Pozytywna ewolucja współczesnej bankowości – CSR i IR

Bankowość ma jednak i pozytywne strony, które należy dostrzegać. Ogromny dorobek współczesnej bankowości umożliwia dostęp do nowoczesnych produktów finansowych rzeszom społeczeństwa na niespotykaną dotychczas skalę. Wprawdzie procesom umasowienia bankowości towarzyszą negatywne tendencje, ale można zaobserwować także pewne tendencje pozytywne. Rozważając możliwości usprawnienia funkcjonowania bankowości i pełniejszej jej integracji z gospodarką i społeczeństwem, można wskazać na społeczną odpowiedzialność biznesu (*corporate social responsibility*, CSR) oraz relacje inwestorskie (*investor relations*, IR).

Efektywne i szersze wdrożenie zasad społecznej odpowiedzialności biznesu byłoby odpowiedzią na kryzys w wymiarze etycznym. Natomiast efektywne i szersze wdrożenie zasad relacji inwestorskich byłoby odpowiedzią na kryzys w wymiarze profesjonalnym. Interesująco ujmuje to D. Dziawgo, wskazując, iż relacje inwestorskie na rynku kapitałowym to nadzieja na kształtowanie się

polityki gospodarczej. Z pewnością prawda leży gdzieś pośrodku. Natomiast nauka powinna wskazać, gdzie jest ten „środek”.

korzystnych proporcji kapitalizmu właścicielskiego do kapitalizmu o charakterze spekulacyjnym⁴.

Zarówno społeczna odpowiedzialność biznesu, jak i relacje inwestorskie nie są i nie będą łatwe w implementacji, stanowią jednak pewną nadzieję na pozytywną ewolucję współczesnej bankowości i rynku finansowego.

4. Opinia publiczna wobec bankowości i rynku kapitałowego – tragiczne wyniki badań

W rozważaniach na temat współczesnej bankowości, także tych, w których wskazujemy na pozytywne trendy, należy uwzględniać opinię publiczną. Wyniki badań mogą bowiem motywować do efektywniejszych działań. Nawet wówczas, jeżeli są zatrważające – a może tym bardziej. Poniżej zaprezentowano wybrane wyniki badań, które bezpośrednio dotyczą tematu opracowania. Warto również przypomnieć, że wszelkie wyniki badań należy traktować z odpowiednią ostrożnością badawczą.

Jesienią 2009 r. przeprowadzono obszerne badania na temat społecznej odpowiedzialności biznesu. Zostały one wykonane według koncepcji i na zlecenie autora przez agencję badania opinii społecznej MillwardBrown SMG/KRC. Jedno z badań dotyczyło próby reprezentatywnej polskiego społeczeństwa i zostało przeprowadzone w dniach 2–8 października 2009 r. (1003 respondentów). Natomiast badanie drugie dotyczyło próby celowej indywidualnych inwestorów (224 osoby) i zostało wykonane w okresie wrzesień–październik 2009 r.

5. Bank jako instytucja zaufania publicznego

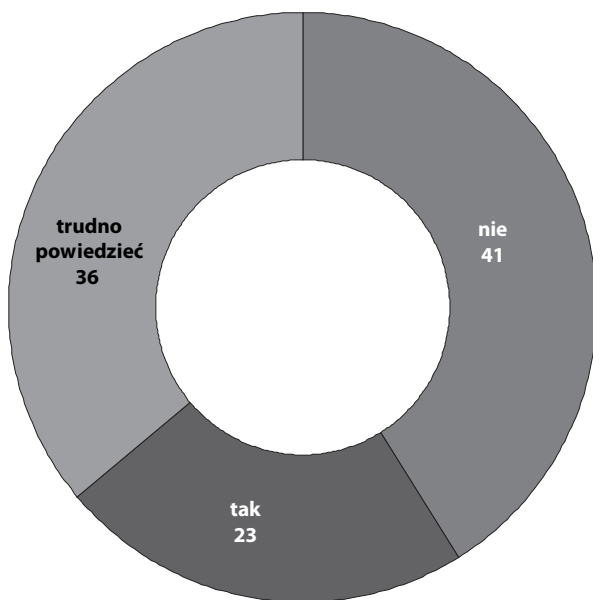
Wprawdzie, jak już wspomniano, badania dotyczyły tematyki CSR, jednak jedno z pytań dotyczyło wprost wiarygodności instytucji bankowej. Pytanie

⁴ D. Dziawgo, *Investor relations in the financial market in Poland from the perspective of individuals*, [referat wygłoszony na konferencji] 69th International Atlantic Economic Conference, Praga, March 24–27, 2010.

brzmiało: „Czy banki zasługują na status spółki zaufania publicznego?” (rysunek 1). Tylko 23% respondentów z próby reprezentatywnej odpowiedziało pozytywnie, zaś aż 41% – negatywnie, 36% respondentów nie miało zdania w tej sprawie. Dramatu sytuacji dopełniają odpowiedzi uzyskane w wybranych grupach respondentów (tabela 1): przedsiębiorcy – 49% odpowiedzi negatywnych, *management* – 54%, nauczyciele – 58%, osoby inwestujące na giełdzie – aż 61% (!).

Respondenci z próby celowej byli bardziej wyraziści w poglądach niż ogół próby reprezentatywnej: wprawdzie aż 55% było na „nie”, ale za to 37% na „tak” i tylko 8% „trudno powiedzieć”. Występuje więc bardzo poważny problem z zaufaniem do instytucji bankowej.

Rysunek 1. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy banki zasługują na status spółki zaufania publicznego?” (w %)



Źródło: Badanie własne przeprowadzone za pośrednictwem firmy MillwardBrown SMG/KRC na reprezentatywnej próbie polskiego społeczeństwa w dniach 2–8 października 2009 r.

Tabela 1. Odpowiedzi negatywne udzielone na pytanie: „Czy banki zasługują na status spółki zaufania publicznego?” w wybranych grupach respondentów (w %)

Odpowiedź „nie”	Grupa respondentów
61	inwestujący na giełdzie
49	przedsiębiorcy
54	dyrektorzy, kierownicy
58	nauczyciele

Źródło: Badanie własne przeprowadzone za pośrednictwem firmy MillwardBrown SMG/KRC na reprezentatywnej próbie polskiego społeczeństwa w dniach 2–8 października 2009.

6. Bank jak lombard?

Respondentów poproszono również o komentarze na temat działalności banków. Wprawdzie można odnaleźć wśród nich nieliczne wypowiedzi usiłujące tłumaczyć postawę banków (np. „muszą zarabiać pieniądze” – jeżeli można to uznać za wytłumaczenie), jednak **zdecydowanie przeważały komentarze krytyczne, bardzo krytyczne i niecenzuralne**. Niestety, takie stopniowanie oddaje klimat wypowiedzi. Oto przykłady (ze zbioru możliwych do cytowania): „nie pisać umów drobnym druczkiem”, „trzeba mieć ograniczone zaufanie do banków”, „banki wykorzystują ludzi”. Jednym z bardziej intrygujących i wymownych komentarzy był następujący do pytania: „Czy banki zasługują na status spółki zaufania publicznego?” – „**To tak, jakby uznać lombard za instytucję przyjazną rodzinie**”. Respondenci mają niestety takie skojarzenia.

7. Spółka giełdowa jako spółka zaufania publicznego

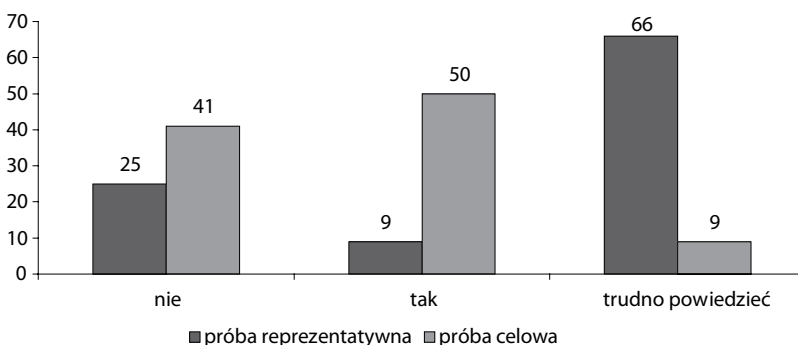
Obraz sytuacji na rynku bankowym w zakresie „zaufanie” warto uzupełnić o rynek kapitałowy. Jesienią 2009 r. agencja MillwardBrown SMG/KRC przeprowadziła badania według koncepcji i na zlecenie prof. Danuty Dziawgo na temat relacji inwestorskich na reprezentatywnej próbie polskiego społeczeń-

stwa. Jednocześnie przeprowadzono badania na próbie celowej inwestorów w tym samym zakresie tematycznym⁵.

Jedno z zadanych pytań brzmiało: „Czy uważasz, że spółki giełdowe w Polsce zasługują na status spółki zaufania publicznego?”. Pozornie odpowiedzi na to pytanie były bardziej optymistyczne (rysunek 2). Na „nie” było „tylko” 25% respondentów z próby reprezentatywnej. Jednak na „tak” tylko 9% (!). Natomiast „trudno powiedzieć” wybrało aż 66% (!). Należy przy tym pamiętać, że największe banki działające w Polsce mają właśnie status spółki giełdowej. W ramach grup zawodowych okazuje się, że to studenci i uczniowie są relatywnie najmniej krytyczni (jedynie 19% tej grupy wskazało odpowiedź negatywną). Natomiast w grupie przedsiębiorców odsetek ten był wyższy niż dla całej próby i wyniósł 31%.

Wyniki uzyskane na próbie celowej inwestorów giełdowych też powinny skłaniać do pogłębionej refleksji – jedynie 50% inwestorów przyznałoby spółkom giełdowym status spółek zaufania publicznego.

Rysunek 2. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy uważasz, że spółki giełdowe w Polsce zasługują na status spółki zaufania publicznego?” (w %)



Źródło: Badanie własne przeprowadzone za pośrednictwem firmy MillwardBrown SMG/KRC na reprezentatywnej próbie polskiego społeczeństwa w dniach 17–30 września 2009 r. oraz na próbie celowej osób inwestujących na giełdzie w okresie październik–listopad 2009 r.

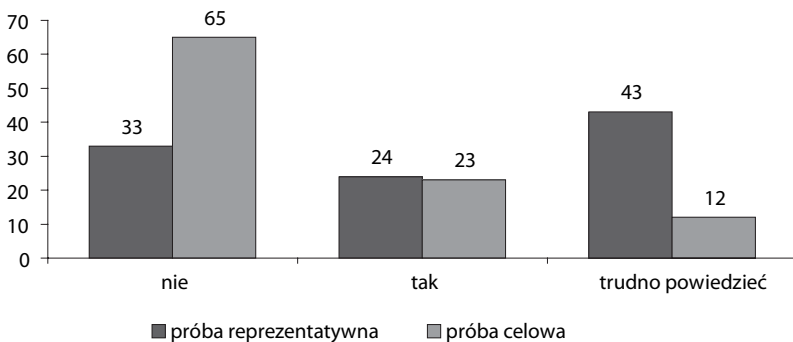
⁵ Próba reprezentatywna 1012 osób, przebadana w okresie 17–30 września 2009 r., oraz próba celowa 200 osób, przebadana w okresie październik–listopad 2009 r. D. Dziawgo, op.cit.

8. CSR – wybrane kwestie w opinii publicznej

Ponieważ w niniejszym artykule wskazano, iż pewnym rozwiązaniem o charakterze systemowym w zakresie podniesienia standardów funkcjonowania współczesnej bankowości może być koncepcja CSR, więc poniżej zaprezentowano odpowiedzi na jedno z pytań, które nawiązuje do przedmiotu opracowania⁶.

Jedno z pytań szczegółowych brzmiało: „Czy uważasz zaangażowanie firm w sprawy społeczne za autentyczne?”. Pozytywnie nastawieni do tej kwestii respondenci pozostali w zdecydowanej mniejszości. Zaledwie 24% respondentów odpowiedziało pozytywnie, „nie” – 33% respondentów, „trudno powiedzieć” – 43% respondentów (rysunek 3). W grupie celowej uzyskane wyniki były jeszcze mniej optymistyczne. Na „tak” było 23%, natomiast na „nie” aż 65%! Taki wynik nie pozostawia złudzeń, jak wielką pracę należy wykonać, aby CSR spełniało swoje elementarne funkcje.

Rysunek 3. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy uważasz zaangażowanie firm w sprawy społeczne za autentyczne?” (w %)



Źródło: Badanie własne przeprowadzone za pośrednictwem firmy MillwardBrown SMG/KRC na reprezentatywnej próbie polskiego społeczeństwa w dniach 2–8 października 2009 r. oraz na próbie celowej osób inwestujących na giełdzie w okresie wrzesień–październik 2009 r.

⁶ W ramach wspomnianego badania autora przeprowadzonego za pośrednictwem MillwardBrown SMG/KRC.

Ponieważ ochrona środowiska jest nie tylko integralną częścią koncepcji CSR, ale również jest dość często wykorzystywana w Polsce przez biznes do poprawy wizerunku społecznego, więc kolejne pytania dotyczyły ochrony środowiska w prowadzonej działalności gospodarczej.

Jedno z pytań brzmiało: „Jakie masz zdanie na temat zaangażowania banków, instytucji finansowych lub spółek giełdowych w ochronę środowiska?”. Wskazano m.in. na następujące możliwości odpowiedzi (możliwość wielokrotnego wyboru):

- wiarygodne (6%),
- poważne (8%),
- powierzchowne (12%),
- na pokaz (13%).

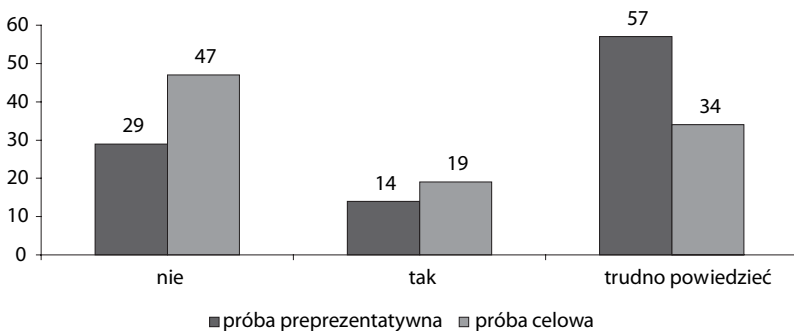
Odpowiedź „trudno powiedzieć” wskazało 36% respondentów. Natomiast za bardzo optymistyczny można uznać fakt, iż aż 36% respondentów odpowiedziało, że zaangażowanie takie uważa za „potrzebne”. Koniecznie należy zestawić te wyniki z rezultatami uzyskanymi w grupie celowej. Aż 84% respondentów twierdzi, iż zaangażowanie w ochronę środowiska jest „potrzebne”. Wprost rewelacyjny wynik. Jednak aż 68% respondentów z próby celowej twierdzi jednocześnie, iż zaangażowanie takie jest „powierzchowne”.

Następne pytanie brzmiało: „Czy uważasz, że oszczędności klientów powierzone instytucjom finansowym są wykorzystywane zgodnie z zasadami ochrony środowiska?”. Negatywnie odpowiedziało 29% respondentów, „nie wiem” – 57% i tylko 14% respondentów udzieliło pozytywnej odpowiedzi (rysunek 4). W grupie celowej rozkład odpowiedzi był jeszcze bardziej pesymistyczny: „nie” – 47%, „nie wiem” – 34% i nieco więcej „tak” – 19%. To nie jest tylko dramatyczny obraz działalności sektora bankowego w Polsce w zakresie ochrony środowiska, po tylu latach propagowania ekologicznych idei w polskim społeczeństwie. Taki wynik należy oceniać w kategorii niemal dyskwalifikacji służb marketingowych i *public relations* w naszych instytucjach finansowych. Podobnie negatywne wyniki uzyskano w latach 1997 i 2002⁷. W tamtym okresie można było być bardziej wyrozumiałym zarówno z uwagi na wczesny etap budowy rynku finansowego, jak i niższą świadomość ekologiczną społeczeństwa. Obecnie trudno jest usprawiedliwiać tak

⁷ Wcześniejsze badania autora.

negatywne wyniki. Jeżeli jednak służby marketingu i *public relations* nie potrafią przekonać klientów do banku w tak wdzięcznym temacie, jak ochrona środowiska, to jaki będzie wynik w tematach bardziej złożonych, jak CSR czy IR?

Rysunek 4. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy uważasz, że oszczędności klientów powierzone instytucjom finansowym są wykorzystywane zgodnie z zasadami ochrony środowiska?” (w %)



Źródło: Badanie własne przeprowadzone za pośrednictwem firmy MillwardBrown SMG/KRC na reprezentatywnej próbie polskiego społeczeństwa w dniach 2–8 października 2009 r. oraz na próbie celowej osób inwestujących na giełdzie w okresie wrzesień–październik 2009 r.

Podsumowując, w opinii publicznej istnieje pewna przestrzeń dla pozytywnych działań sektora finansowego na rzecz społecznej odpowiedzialności biznesu. Jest to więc potencjalnie obiecujący kierunek aktywności w celu pozyskania społecznej przychylności i zaufania. Jednakże, jak dotąd, nawet w tak relatywnie najmniej kontrowersyjnym obszarze, jakim jest ochrona środowiska naturalnego, sektor finansowy nie jest wystarczająco przekonywający.

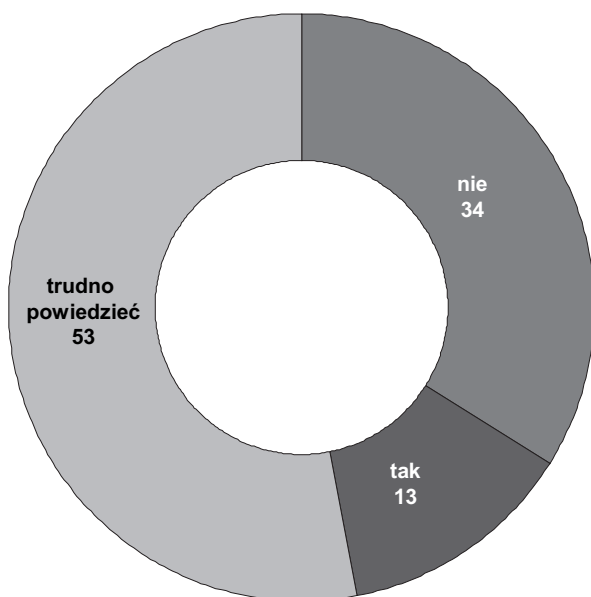
9. IR – wybrane kwestie w opinii publicznej⁸

Osobnym tematem jest potencjał relacji inwestorskich. Jednak i w tym obszarze tematycznym sytuacja nie wygląda najlepiej, co potwierdzają wyniki

⁸ D. Dziawgo, op.cit.

wspomnianych badań prof. D. Dziawgo. O erozji zaufania do informacji płynącej z rynku finansowego świadczą odpowiedzi na pytanie: „Czy wierzysz wiadomościom przekazywanym przez spółki?” (rysunek 5). Blisko trzy razy więcej osób odpowiedziało na to pytanie negatywnie niż pozytywnie, a ponad połowa pytanych nie miała zdania. Poczucie jest, iż w grupie dyrektorów i kierowników brak takiej wiary zadeklarowało jedynie 13%.

Rysunek 5. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy wierzysz Pan(i) wiadomościom przekazywanym przez spółki?” (w %)



Źródło: Badanie własne przeprowadzone za pośrednictwem firmy MillwardBrown SMG/KRC na reprezentatywnej próbie polskiego społeczeństwa w dniach 17–30 września 2009 r.

Konkluzja

Z całą pewnością kryzys finansowy zwrócił uwagę na znaczenie tzw. miękkich aktywów w funkcjonowaniu współczesnej bankowości. Bankowość centralna także musi dowartościować tę kategorię zasobów bankowości

komercyjnej dla efektywnego działania całego systemu bankowego i systemu finansowego. Upatrując systemowych rozwiązań w zakresie podniesienia poziomu profesjonalizmu i etyki w bankowości, można wskazać m.in. na koncepcje relacji inwestorskich oraz społecznej odpowiedzialności biznesu. Szersze i efektywne wdrożenie zasad IR i CSR może sprzyjać, co najmniej, pozytywnej korekcie działań podejmowanych przez instytucje bankowe, a być może będzie początkiem pozytywnej ewolucji biznesu bankowego.

Dobiesław Tymoczko¹

Reakcje wybranych banków centralnych (FED i EBC) na kryzys

Kryzys, który rozpoczął się w 2007 r., najpierw dotknął rynki finansowe, a potem sferę realną gospodarki. W tej sytuacji naturalne było, że banki centralne zareagowały i podjęły wiele kroków, które często określa się mianem „niekonwencjonalnych”. W opracowaniu zostaną one pokrótce przedstawione oraz podjęta zostanie próba oceny skuteczności i potencjalnych efektów tych działań.

1. Instrumenty używane przez banki centralne przed i w trakcie kryzysu

Warto zacząć od krótkiego przypomnienia. Prowadząc politykę pieniężną, współczesne banki centralne w okresie bezpośrednio poprzedzającym kryzys skupiały się na utrzymywaniu krótkoterminowej stopy procentowej rynku międzybankowego na pożądanym przez siebie poziomie. Cel ten osiągały, niezależnie od stosowanej strategii, używając trzech instrumentów:

- 1) rezerwy obowiązkowej,
- 2) operacji otwartego rynku,
- 3) operacji depozytowo-kredytowych².

¹ Dr, Instytut Handlu Zagranicznego i Studiów Europejskich, Kolegium Gospodarki Światowej, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

² S. Gray, G. Hoggarth, *Introduction to Monetary Operations*, „Handbooks in Central Banking” Nr 10, Centre for Central Bank Studies, Bank of England 1996, s. 15.

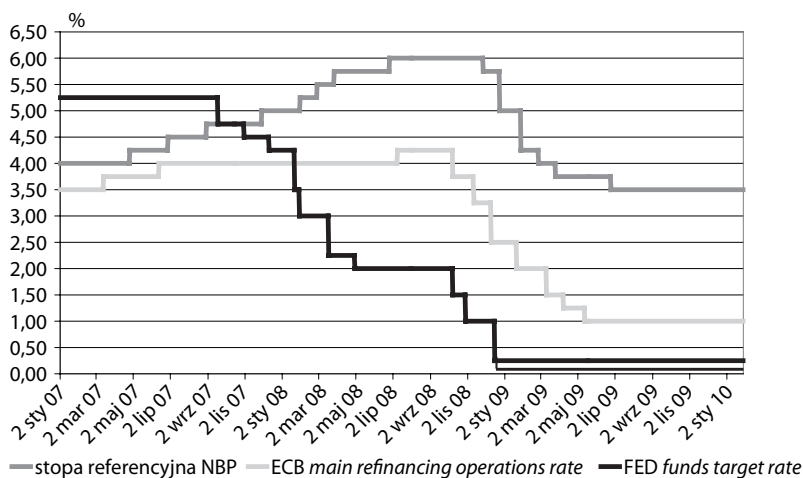
Wymienione instrumenty, mimo pewnych różnic technicznych, stanowiły kanon operacyjnej działalności banków centralnych. W dalszej części opracowania zostanie przedstawiony sposób, w jaki wybrane banki centralne zmodyfikowały te trzy instrumenty w czasie kryzysu.

Jak powszechnie wiadomo, w reakcji na kryzys banki centralne podejmowały różnego rodzaju działania. C. Borio i P. Disyatat dzielą je na:

- 1) politykę stopy procentowej,
- 2) politykę bilansu banku centralnego (*balance sheet policy*)³.

Polityka stopy procentowej to powszechnie znane działania wielu banków centralnych polegające na obniżaniu stopy procentowej. Obniżanie stopy procentowej przybiera najczęściej postać prowadzenia operacji otwartego rynku z niższą rentownością.

Rysunek 1. Podstawowe stopy procentowe FED, EBC i NBP



Źródło: Thomson Reuters.

Z kolei polityka bilansu banku centralnego to takie działania władz monetarnych (np. zakupy czy sprzedaż papierów wartościowych), które zmieniają

³ C. Borio, P. Disyatat, *Unconventional monetary policies: an appraisal*, „BIS Working Papers” Nr 292, November 2009, s. 1.

kształt bilansu banku centralnego oraz najczęściej sumę bilansową. Te właśnie działania bywają często określane mianem niekonwencjonalnych. Polityka bilansu banku centralnego ma w założeniach osiągnąć inne cele niż polityka stopy procentowej. Działania w ramach polityki bilansu koncentrują się także na innych segmentach rynku finansowego niż rynek krótkoterminowych stóp procentowych. Co ciekawe, spora część działań określanych wspólnie jako niekonwencjonalne była działaniami niemal kanonicznymi w latach 60. i 70. XX w.⁴

Działania w ramach polityki bilansu banku centralnego mogą przybrać cztery formy:

- 1) interwencji walutowych,
- 2) quasi-zarządzania długiem publicznym,
- 3) polityki kredytowej,
- 4) polityki rezerw bankowych⁵.

Interwencje walutowe i ich wpływ na bilans banku centralnego są powszechnie znane i nie ma potrzeby ich przybliżać. Quasi-zarządzanie długiem publicznym polega na zakupie papierów skarbowych i wpływaniu na strukturę aktywów sektora prywatnego. Jego celem jest m.in. wpływanie na poziom długoterminowych stóp procentowych. Z kolei polityka kredytowa jest najczęściej prowadzona np. poprzez zmiany zabezpieczenia akceptowanego przez bank centralny w jego operacjach, rozszerzanie listy kontrahentów (partnerów) w prowadzonych operacjach, nabywania papierów emitowanych przez sektor prywatny. Głównym celem polityki kredytowej jest polepszenie warunków dostępu do kredytu dla sektora prywatnego.

Polityka rezerw bankowych oznacza wyznaczenie celu dla przyrostu tychże rezerw, czyli składnika pieniądza rezerwowego. Polityka ta może być prowadzona za pomocą transakcji wymienionych wcześniej w ramach polityki kredytowej i quasi-zarządzania długiem publicznym. Tym, co różni politykę rezerw bankowych od wcześniejszych działań, jest cel. W tym wypadku głównym celem jest osiągnięcie określonego poziomu rezerw.

⁴ Ibidem, s. 1.

⁵ Ibidem, s. 6–8.

Nieco inną klasyfikację reakcji banków centralnych na kryzys proponuje np. L. Bini Smaghi⁶. Według niego działania władz monetarnych można podzielić na dwie grupy:

- 1) *quantitative easing*,
- 2) *credit easing*⁷.

W tym rozumowaniu istotą *quantitative easing* jest dostarczanie płynności do sektora bankowego i obniżanie w ten sposób rynkowych stóp procentowych. Banki centralne osiągają ten cel przede wszystkim przez zakup papierów skarbowych. Tak rozumiane *quantitative easing* jest połączeniem polityki rezerw bankowych oraz quasi-zarządzania długiem publicznym.

Credit easing jest w takiej sytuacji działaniem, które ma na celu ułatwienie dostępu do finansowania podmiotom sfery realnej. Efektem *credit easing* powinno być zmniejszenie premii za ryzyko, jaką płacą podmioty sfery realnej. Tak rozumiane *credit easing* jest połączeniem polityki kredytowej oraz ewentualnie quasi-zarządzania długiem publicznym.

W tym miejscu warto przywrócić się bliżej zakupom papierów skarbowych w operacjach bezwarunkowych przez banki centralne (m.in. w ramach operacji otwartego rynku). W okresie kryzysu zachowanie to, przynajmniej w wybranych krajach, osiągnęło dużą skalę. Wobec rosnących potrzeb pożyczkowych rządy wielu krajów zwiększały emisje papierów skarbowych. Równocześnie banki centralne kupowały te papiery na rynku wtórnym. Dzięki zakupom obligacji przez banki centralne sektor prywatny (głównie bankowy) mógł kupować kolejne obligacje skarbowe. Rządy mogły plasować kolejne emisje, przy niewielkim wpływie na bilanse banków. Natomiast suma bilansowa banku centralnego rosła, często kilkakrotnie. Efektem był wzrost podaży pieniądza rezerwowego.

Przedstawiony mechanizm można uznać, szczególnie w odniesieniu do strefy euro, za swojego rodzaju omijanie zakazu finansowania deficytu budżetowego. Czym bowiem, jeśli nie monetyzacją długu publicznego, jest kupowanie przez władze monetarne obligacji skarbowych tylko po to, aby instytucje finansowe

⁶ Podobną klasyfikację przyjmuje np. Bank Czech, patrz: *Inflation Report, III/2009*, Ceska Narodni Banka, Praga 2009, s. 9.

⁷ L. Bini Smaghi, *Conventional and unconventional monetary policy*, Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, April 28, 2009, <http://www.bis.org/review/r090429e.pdf>

mogły w to miejsce dokupić kolejne obligacje. Jeśli bowiem sektor bankowy ma problemy z utrzymaniem poziomu kapitału na poziomie regulacyjnego minimum (a w wielu krajach tak było), to środki pozyskane od banku centralnego może przeznaczyć tylko na jeden rodzaj aktywów. I bynajmniej nie są to kredyty dla przedsiębiorstw. Aby nie zwiększać wymogu kapitałowego, bank komercyjny mógł kupić jedynie aktywa z zerową wagą ryzyka, czyli *de facto* kolejne papiery skarbowe. Oczywiście władze monetarne mogą wskazywać, że celem zakupu przez nie obligacji skarbowych nie była monetyzacja długu publicznego, tylko obniżanie długoterminowych stóp procentowych. Warto jednak pamiętać, że już kiedyś amerykański bank centralny próbował wpływać nie tylko na stopę krótkoterminową, ale także oddziaływać na stopy długoterminowe. Na początku lat 60. XX w. Rezerwa Federalna prowadziła tzw. *twist operation*. Zmiana struktury emisji amerykańskich papierów wartościowych miała wywołać spadek długoterminowych stóp procentowych i stymulować inwestycje. Wpływ ten okazał się jednak krótkotrwały. Już wówczas siła spekulacji i arbitrażu była dostatecznie duża, by zmiany relacji popytu i podaży na poszczególnych segmentach rynku nie były w stanie wpłynąć w sposób trwały na kształt krzywej dochodowości⁸. Tym bardziej dzisiaj bank centralny, który chciałby aktywnie wpływać na długoterminowe stopy procentowe, może mieć z tym problem.

Innym celem operacji bezwarunkowego zakupu, który mógłby być wskazywany przez władze monetarne, mogłoby być dostarczanie płynności, ale niezależnie od oficjalnie deklarowanego celu, efekt w postaci „pęcznienia” bilansu banku centralnego w niektórych wypadkach był spektakularny.

2. Reakcje banków centralnych na kryzys

W pierwszej fazie kryzysu banki centralne przede wszystkim skupiły się na zapewnieniu rynkom międzybankowym odpowiedniej płynności. Banki centralne postąpiły więc zgodnie z jednozdaniowym komentarzem Alana Greenspana po gwałtownym załamaniu się giełdy w październiku 1987 r. Powiedział on

⁸ A. Sławiński, *Krzywa dochodowości*, „Materiały i Studia NBP” z. 62, 1996, s. 9.

wówczas, że „Rezerwa Federalna potwierdza swoją gotowość do pełnienia funkcji źródła płynności w celu wsparcia systemu gospodarczego i finansowego”⁹.

W tym celu banki centralne zdecydowanie zwiększyły pule środków dostarczanych rynkom finansowym, głównie *via* operacje otwartego rynku. Innymi działaniami było rozszerzanie zakresu akceptowalnych zabezpieczeń, wydłużenie terminów, na jaki zasilają banki w płynność, w niektórych przypadkach rozszerzenie listy kontrpartnerów transakcji.

W tym miejscu warto odnotować bezprecedensową akcję sześciu najważniejszych banków centralnych świata 8 października 2008 r. Ogłosiły one wspólną decyzję o obniżeniu stóp procentowych. Inną wspólną inicjatywą banków centralnych były linie swapowe. FED podpisał umowy swapowe z 14 bankami centralnymi¹⁰. W ten sposób płynność dolarowa mogła być dystrybuowana nie tylko przez amerykański bank centralny, ale także np. w Europie. Dzięki różnicy czasu płynność dolarowa mogła trafiać do globalnego systemu finansowego jeszcze zanim amerykańscy dilerzy rozpoczęli pracę. W ten sposób zmniejszono presję na rynku amerykańskim i ograniczono ewentualny wzrost stóp procentowych. O ile w trakcie 2008 r. w ten sposób dystrybuowano nawet kilkaset miliardów dolarów, o tyle na koniec 2009 r. skala wykorzystania swapów dolarowych spadła do 10 mld dol. Linie swapowe wygasły w lutym 2010 r.

W warunkach normalnych (niekryzysowych) „często [...] wystarcza sama świadomość, że w razie czego bank centralny może wkroczyć do akcji”¹¹. W takiej sytuacji mogą wystarczyć same interwencje werbalne, które G. Guthrie i J. Wright zwą *open mouth operations* (gra słów w języku angielskim, w którym *open market operations* to operacje otwartego rynku)¹². W wypadku kryzysu wiadomo było z góry, że sytuacja jest nadzwyczajna.

Okazało się, że obniżanie stóp procentowych i wsparcie płynnościowe nie wystarcza. Na politykę kredytową banków wpływ mają bowiem także inne

⁹ H. Bińczak, *Fed i jego prezes*, „Rzeczpospolita” 18 listopada 2002, s. B10.

¹⁰ B. Bernanke, *The Crisis and the Policy Response*, Remarks at the Stamp Lecture, London School of Economics, January 13, 2009.

¹¹ Wywiad z W.J. McDonoughem, „Wprost” 14 lipca 2002, s. 40–41.

¹² G. Guthrie, J. Wright, *Open Mouth Operations*, s. 2–3m <http://metric.eco.auckland.ac.nz/~jwright/OpenMouth.pdf>

czynniki (np. wysokość współczynnika wypłacalności, ryzyko kredytowe). Banki zaczęły zacieśniać politykę kredytową wobec przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Spadał także popyt na kredyty¹³. Równoczesne ograniczanie podaży i popytu spowodowało, że ekonomiści zaczęli obawiać się zjawiska określanego mianem *credit crunch*. Dlatego wybrane banki centralne podjęły kolejne działania mające na celu podtrzymanie akcji kredytowej. Władze monetarne (np. amerykańskie) podjęły bezprecedensowe decyzje o skupie wielu papierów emitowanych przez podmioty prywatne.

Równocześnie wybrane banki centralne rozpoczęły operacje bezwarunkowego zakupu papierów skarbowych (*quantitative easing*, quasi-zarządzanie długiem publicznym). Interwencje skierowane bezpośrednio na rynki kredytowe, bez pośrednictwa banków, były podejmowane przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych. Wynikało to głównie z rodzaju systemu finansowego funkcjonującego w tym kraju. W systemach zorientowanych rynkowo (*market based system*) rola rynków w pozyskiwaniu niezbędnych środków jest bowiem znacznie większa niż rola sektora bankowego. Tam, gdzie dominuje sektor bankowy (*bank based system*), interwencje banku centralnego były przeprowadzane przede wszystkim w ramach transakcji z bankami. Tak działo się np. w strefie euro. Warunkiem skutecznego interweniowania *via* sektor bankowy jest jednak prawidłowo funkcjonujący mechanizm transmisji impulsów polityki monetarnej.

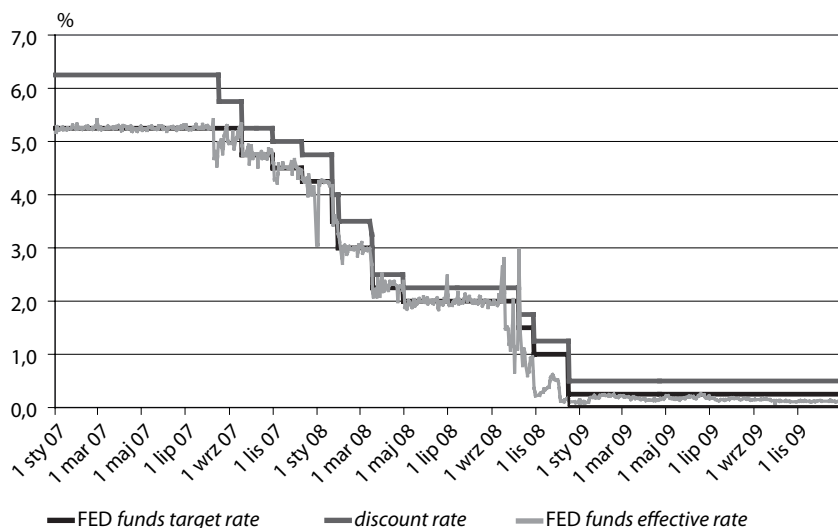
Nie oznacza to oczywiście, że papiery emitowane przez podmioty pozabankowe nie mogły być kupowane od banków. W wielu przypadkach papiery te były właśnie kupowane od sektora bankowego. Banki centralne kupowały papiery komercyjne z kilku powodów. Po pierwsze, pokazywały, że pewne rodzaje aktywów nie są „toksyczne” i można nimi obracać. Po drugie, zapewniały w ten sposób płynność sektorowi bankowemu w zamian za papiery, których wcześniej nie akceptowały (rozszerzanie listy zabezpieczeń). Po trzecie wreszcie, odkupując papiery komercyjne od banków komercyjnych, zmniejszały w nich wymóg kapitałowy. Tym samym tworzyły możliwości rozwoju akcji kredytowej.

¹³ *The Euro Area Bank Lending Survey*, ECB, January 2009, http://www.ecb.int/stats/pdf/blssurvey_200901.pdf?35d1d35e8dabad4acd38e1e6e3c1cb58

3. Reakcja FED na kryzys

Amerykańska Rezerwa Federalna jest przykładem banku, który najaktywniej zareagował na narastający kryzys. Część z działań podejmowanych przez FED była podobna do reakcji innych banków centralnych. Jednakże wiele z rozwiązań zastosowanych przez amerykańskie władze monetarne miało charakter wyjątkowy. Stopy procentowe były obniżane przez FED zdecydowanie i w grudniu 2008 r. docelowy przedział dla wahań stopy funduszy federalnych wyniósł od zera do 25 pkt. baz. Można więc powiedzieć, że amerykańskie władze monetarne obniżyły krótkoterminową stopę procentową do zera.

Rysunek 2. Podstawowe stopy procentowe w USA



Źródło: Thomson Reuters.

Oprócz obniżania podstawowej stopy procentowej zmianą w dotychczasowym instrumentarium banku centralnego było wprowadzone w październiku 2008 r. oprocentowanie środków odprowadzonych przez instytucje depozytowe do FED. Co ciekawe, oprocentowane były nie tylko środki w wysokości wymaganej rezerwy obowiązkowej (*required reserves*), ale także dodatkowe

środki utrzymywane w banku centralnym (*excess reserves*)¹⁴. Od grudnia 2008 r. oprocentowanie ustalono na poziomie 25 pkt. baz., co *de facto* oznacza poziom rynkowej stopy procentowej.

Dostosowanie nastąpiło także w innych, dostępnych wcześniej instrumentach polityki pieniężnej. Przykładowo, do programu pożyczania papierów wartościowych (*securities lending*) od lipca 2009 r. dołączono papiery dłużne emitowane przez GSE (*government sponsored enterprises*), zwane też agencjami¹⁵.

Podobnie jak w innych bankach centralnych, pierwszą reakcją FED było dostarczanie płynności sektorowi bankowemu. Aby rozszerzyć możliwości pozyskania płynności w banku centralnym, FED wydłużył także termin, na jaki mogły być udzielane kredyty w ramach okna dyskontowego¹⁶. Aby ułatwić korzystanie z okna dyskontowego (obniżyć jego koszt), FED zredukował też różnicę między stopą stosowaną przy korzystaniu z niego a stopą funduszy federalnych (*FED funds rate*) do 25 pkt. baz. Jednakże w miarę wprowadzania innych instrumentów wykorzystanie okna dyskontowego malało.

Kolejnym z działań amerykańskiego banku centralnego było utworzenie w grudniu 2007 r. programu Term Auction Facility (TAF). W ramach TAF instytucje depozytowe mogły pozyskać finansowanie na okres do 3 miesięcy. W ciągu 2009 r. stopniowo obniżano pulę środków dostępnych w ramach TAF. Do listopada 2009 r. pulę pożyczek o najdłuższym terminie (84 dni) obniżono do 25 mld dol., ale i tak nie była ona w pełni wykorzystywana. Na koniec 2009 r. w bilansie FED znajdowało się 75,9 mld dol. pożyczonych w ramach TAF¹⁷.

Kolejnym z programów FED był Term Securities Lending Facility (TSLF) stworzony w marcu 2008 r. W ramach TSLF dilerzy rynku pieniężnego mogli pożyczać papiery skarbowe od banku centralnego. Zabezpieczeniem tych pożyczek były mniej płynne papiery wartościowe. Zabezpieczenia podzielone były na dwie grupy. W skład pierwszej wchodziły papiery skarbowe, papiery dłużne agencji i MBS agencji. W skład drugiej wchodziły wszystkie papiery z grupy

¹⁴ *Domestic Open Market Operations During 2009*, A Report Prepared for the Federal Open Market Committee by the Markets Group of the Federal Reserve Bank of New York, January 2010, s. 4, <http://www.newyorkfed.org/markets/omo/omo2009.pdf>

¹⁵ Fannie Mae, Freddie Mac i Ginnie Mae.

¹⁶ Termin 90-dniowy został skrócony do 28 dni od 14 stycznia 2010 r.

¹⁷ *Domestic Open...*, op.cit., s. 17.

pierwszej oraz korporacyjne papiery dłużne, papiery komunalne, MBS i ABS. Wszystkie dodatkowe papiery z grupy drugiej musiały posiadać rating na poziomie inwestycyjnym. Dzięki TSLF dilerzy mogli otrzymać papiery skarbowe, które z kolei pozwalały im na pozyskanie środków np. w transakcjach repo. W ten sposób FED pokazywał, że papiery, które akceptuje jako zabezpieczenie w TSLF, nie są papierami „toksycznymi”. Oprócz tego dostarczone do sektora finansowego papiery skarbowe pomagały w udrożnieniu rynku repo, co z kolei powinno poprawić dystrybucję płynności. Dzięki TSLF poprawiła się płynność rynku papierów dłużnych agencji oraz MBS agencji. W pewnym momencie okazało się jednak, że finansowanie można pozyskać taniej na rynku¹⁸. TSLF był więc stopniowo wygaszany i skończył się w lutym 2010 r.

Innym z programów, który pozwalał dilerom rynku pieniężnego pozyskać niezbędną płynność, był Primary Dealer Credit Facility (PDCF). Został on utworzony w 2008 r., ale już w maju 2009 r. przestał być wykorzystywany. Skończył się 1 lutego 2010 r.

Jak już wcześniej wspomniano, w Stanach Zjednoczonych ważne dla kredytowania gospodarki są m.in. rynki CP i ABS. Z tego względu FED zdecydował się na podjęcie bezpośrednich interwencji na tych rynkach. Temu służył program Commercial Paper Funding Facility (CPFF), który od momentu pierwszej operacji w październiku 2008 r. szybko zyskiwał popularność. Interwencje te przyjęły postać zakupu CP oraz ABCP. W przypadku obu typów papierów musiały one posiadać odpowiednio wysokie ratingi. Zakupy nie były dokonywane bezpośrednio przez FED, ale przez specjalnie utworzoną spółkę. W styczniu 2009 r. suma środków pożyczonych *via* CPFF osiągnęła maksimum i wyniosła ponad 350 mld dol. W tym czasie była to równowartość ponad 20% rynku CP, ale pod koniec 2009 r. udział CP skupionych w ramach CPFF w całym rynku CP wyniósł już poniżej 1%¹⁹. Oznaczało to, że pozyskanie finansowania na rynku CP stało się prostsze. Program skończył się w lutym 2010 r.

W celu niedopuszczenia do jeszcze większych spadków cen CP w październiku 2008 r. bank centralny stworzył możliwość dostarczania płynności do funduszy rynku pieniężnego (*money market mutual funds*). Fundusze rynku

¹⁸ Ibidem, s. 20.

¹⁹ Ibidem, s. 24.

pieniężnego stanęły bowiem w obliczu wzmożonych wypłat. Aby je zrealizować, musiały sprzedawać m.in. CP. Płynność mogła być dostarczana do funduszy za pośrednictwem spółek specjalnego znaczenia, które następnie dystrybuowały ją do ostatecznych adresatów²⁰. Program został nazwany Money Market Investor Funding Facility (MMIFF). Od stycznia 2009 r. wsparcie w ramach tego programu mogły otrzymać także inne instytucje działające na rynku pieniężnym. Program wygasł w październiku 2009 r.

FED postanowił także finansować zakup przez banki ABCP od funduszy rynku pieniężnego w ramach programu Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Lending Facility (AMLF). Program ten nie osiągnął jednak zbyt dużej skali i skończył się w lutym 2010 r.²¹

Aby podtrzymać akcję kredytową dla gospodarstw domowych i małych przedsiębiorstw, FED zaczął udzielać pożyczek pod zastaw papierów z wysokim ratingiem, których emisja została oparta na portfelach kredytów samochodowych, w kartach płatniczych, pożyczek studenckich oraz kredytów dla małych przedsiębiorstw. Temu służyć miał program Term Asset Backed Lending Facility (TALF), rozpoczęty w listopadzie 2008 r. Z czasem listę zabezpieczeń rozszerzono o ABS, oparte na innych rodzajach kredytów oraz na *commercial mortgage-backed securities* (CMBS). TALF miał zachęcić rynki finansowe do nabywania ABS i CMBS, pokazując, że skoro na końcu zawsze można je komuś sprzedać, to ryzyko z nimi związane jest mniejsze. Można powiedzieć, że FED wystąpił w tym przypadku w funkcji *buyer of last resort*. Program powinien być wygaszony dwuetapowo – w marcu i czerwcu 2010 r.

W ramach ratowania amerykańskiego sektora finansowego FED zaczęła też nabywać długoterminowe papiery emitowane przez agencje. W celu wsparcia rynku kredytów hipotecznych w styczniu 2009 r. zaczęła skupować od agencji, w ramach operacji otwartego rynku, MBS. Do końca 2009 r. skala zakupu MBS wyniosła 1111 mld dol. Widać więc, że skala wsparcia rynku MBS i tym samym waga, jaką FED przykładał do finansowania rynku nieruchomości, była ogromna²².

²⁰ Ibidem, s. 22.

²¹ B. Bernanke, op.cit.

²² *Domestic Open...*, op.cit., s. 11.

Warto także odnotować, że FED brał udział w programach pomocowych dla pojedynczych instytucji (m.in. wsparcie JP Morgan przy przejmowaniu Bear Sterns, wsparcie AIG, Citigroup, Bank of America). W przypadku FED można więc zdecydowanie twierdzić, że z pewnością prowadzona była polityka kredytowa (*credit easing*). Przyznał to zresztą sam szef FED²³.

Rok 2009 przyniósł duże zmiany w strukturze bilansu banku centralnego. Zakupy dokonywane przez FED sprawiły, że portfel papierów skarbowych wzrósł o 300 mld dol. i wyniósł 777 mld dol. W o wiele większej skali wzrósł jednak portfel MBS, które nie występowały w bilansie FED w 2008 r. Na koniec 2009 r. amerykański bank centralny posiadał MBS warte ponad 900 mld dol. Portfel papierów dłużnych wyemitowanych przez agencje wzrósł w tym czasie o prawie 145 mld USD. Warto jednak zauważyć, że im bliżej było do końca 2009 r., tym rzadsze były interwencje FED. Nie zmienia to jednak faktu, że w latach 2008–2009 suma bilansowa FED osiągnęła najwyższy poziom w historii (2,2 bln dol.).

Tak znaczący wzrost aktywów musiał znaleźć odzwierciedlenie po stronie pasywnej bilansu. Najważniejszą pozycję stanowiły nadwyżkowe rezerwy (*excess reserves*), co nie powinno dziwić, zważywszy na fakt, że były one oprocentowane na poziomie rynkowym²⁴. Mając do wyboru składanie depozytów na rynku, obarczonych z natury rzeczy ryzykiem kontrahenta, lub utrzymywanie ich w banku centralnym, banki wybierały pozbawiony ryzyka bank centralny. Efektem tego były nadwyżkowe rezerwy, które na koniec 2009 r. osiągnęły prawie 1 bln dol.

W całym 2009 r. nie przeprowadzono operacji warunkowej (*repo*), która dostarczałyby płynność do sektora bankowego. Rozpoczęto natomiast prace nad instrumentami, które pozwoliłyby na absorbowanie płynności zakumulowanej w sektorze bankowym. Rezerwa Federalna zainicjowała prace nad wprowadzeniem *tri-party repo*²⁵. W grudniu 2009 r. przeprowadzono już pierw-

²³ B. Bernanke, op.cit.

²⁴ Spadek stopy funduszy federalnych poniżej oprocentowania nadwyżkowych rezerw wynikał z faktu, że oprocentowanych rezerw nie mogły utrzymywać agencje, które musiały sprzedawać płynne środki na rynku.

²⁵ *Tri-party repo* jest to transakcja *repo*, w której wymiana środków pieniężnych i papierów wartościowych odbywa się za pośrednictwem podmiotu trzeciego – agenta, co usprawnia rozliczanie operacji oraz ogranicza bariery operacyjne i ryzyko kredytowe. Agent odpowiada

sze transakcje próbne²⁶. Także w grudniu 2009 r. rozpoczęły się prace mające na celu umożliwienie instytucjom depozytowym składania depozytu w banku centralnym. Do tej pory bowiem amerykańskie banki nie mogły korzystać z klasycznej operacji depozytowej (*standing deposit facility*).

4. Zmiany w operacyjnej działalności EBC w czasie kryzysu

EBC, podobnie jak inne banki centralne, także zmodyfikował instrumentarium polityki pieniężnej²⁷. W przeciwieństwie do FED, EBC nie wprowadzał wielu nowych programów pomocowych, tylko dokonał modyfikacji stosowanych dotychczas instrumentów.

Dostosowanie EBC do dynamicznych zmian, jakie wystąpiły na globalnych rynkach finansowych, nastąpiło już latem 2007 r. Wówczas to sygnały o dużej ekspozycji banków europejskich na rynek amerykański spowodowały ograniczenie skali transakcji przeprowadzanych na rynku międzybankowym. Rynek zaczął „wysychać” i ograniczać się do najkrótszych terminów²⁸.

Podobnie jak w Stanach Zjednoczonych, niechęć do zawierania transakcji na dłuższe terminy widać wyraźnie na wykresie spreadu między oprocentowaniem 3-miesięcznych transakcji niezabezpieczonych a 3-miesięcznym OIS.

EBC zareagował, przeprowadzając tzw. operacje dostrajające. Do tej pory były one przeprowadzane sporadycznie, głównie pod koniec okresu rezerwowego, w celu dostosowania podaży płynnych środków do popytu zgłaszanego przez banki.

za sprawne rozliczenie transakcji oraz codzienną wycenę papierów wartościowych i utrzymywanie zabezpieczenia o odpowiedniej wartości. Funkcję agenta spełnia najczęściej bank depozytariusz lub centralny depozyt papierów wartościowych. Patrz: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005*, NBP, Warszawa 2006, s. 183.

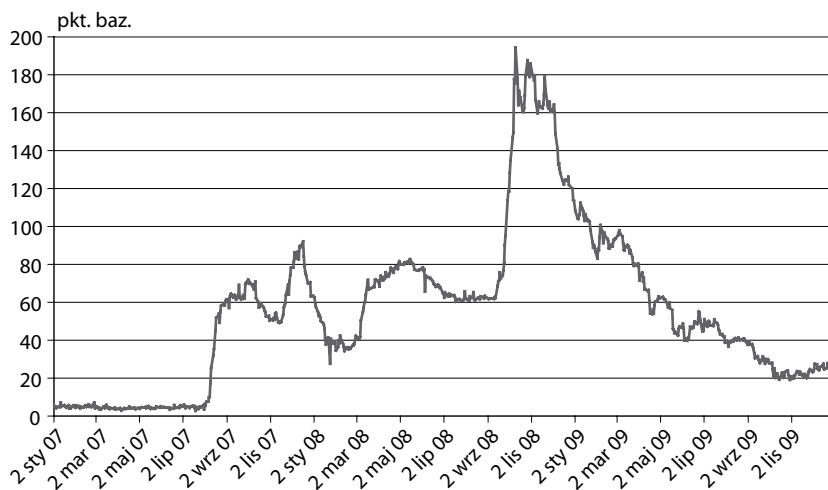
²⁶ *Domestic Open...*, op.cit., s. 5.

²⁷ Szerzej nt. niestandardowych działań banków centralnych patrz np. C. Borio, W. Nelson, *Monetary operations and the financial turmoil*, „BIS Quarterly Review” March 2008, s. 31–46.

²⁸ *The implementation of monetary policy since August 2007*, „ECB Monthly Bulletin” July 2009, s. 76–91.

EBC zmienił także sposób, w jaki zasiliał banki w płynność. Przed kryzysem banki zasilaly się w płynność w podobnej skali przez cały okres rezerwowy. Natomiast od początku kryzysu EBC wolał dostarczyć bankom więcej płynności na początku okresu rezerwowego²⁹. W grudniu 2007 r. EBC, biorąc pod uwagę sezonowy wzrost popytu na płynne środki (koniec roku), zamiast standardowej operacji 7-dniowej dostarczył bankom płynność operacji 14-dniowej. Równocześnie zadeklarował, że zaspokoi cały popyt, czyli dostarczy bankom tyle środków, ile potrzebują. EBC zachował się więc podobnie jak FED i inne banki centralne, i na pierwsze symptomy kryzysu zareagował, dostarczając bankom duże ilości płynnych środków.

Rysunek 3. Spread między 3M EURIBOR a 3M OIS



Źródło: Thomson Reuters.

Kolejnym działaniem EBC było wprowadzenie dodatkowych długoterminowych operacji zasilających, najpierw 3-miesięcznych, a później także 6-miesięcznych. Do października 2008 r. EBC dostarczył w ten sposób dodatkową płynność w wysokości ponad 600 mld euro. Dzięki temu udział długo-

²⁹ C. Borio, W. Nelson, op.cit.

terminowych operacji refinansujących w całości refinansowania wzrósł z 33% w pierwszej połowie 2007 r. do 61% w pierwszej połowie 2008 r.³⁰ Zjawisko rosnącego znaczenia operacji długoterminowych w instrumentarium banków centralnych pojawiło się także, o czym wspomniano, w Stanach Zjednoczonych, ale również w Wielkiej Brytanii, Szwajcarii³¹.

Zupełnie nowy rozdział kryzysu został rozpoczęty wraz z upadkiem banku Lehman Brothers. „Suche” do tej pory rynki europejskie niemalże zamarły. Banki, które nie mogły pozyskać płynnych środków na rynkach, zwróciły się do EBC. Efektem był wzrost popytu na przetargach oraz związany z tym wzrost stóp proponowanych w trakcie tych przetargów. EBC przeprowadził także specjalną operację refinansującą na 38 dni, w ramach której zasilili sektor bankowy w 120 mld euro. W terminie zapadalności tej operacji przeprowadzono kolejną operację zasilającą o niestandardowym terminie równym okresowi rezerwowemu³². W ciągu kilku tygodni po upadku Lehman Brothers suma bilansowa EBC urosła o ponad 30%, co było niewielkim wzrostem w porównaniu np. z FED czy Bankiem Anglii (ponad 100%)³³. To dobrze obrazuje skalę operacji zasilających sektory bankowe w płynność, jakie przeprowadzały te banki centralne. Równocześnie pokazuje skalę wyzwań, przed jakimi stanęły władze monetarne.

Kolejną reakcją na pogłębiający się kryzys i spadek płynności rynku międzybankowego było zwężenie od 9 października 2008 r. korytarza wahań stóp procentowych na rynku międzybankowym do 1 pkt. proc. W ten sposób EBC zamierzał ograniczyć zmienność krótkoterminowej stopy procentowej.

Niecały tydzień później EBC rozszerzył listę akceptowanych zabezpieczeń. Równocześnie zmienił formułę przetargu na podstawowe operacje refinansujące. Przetargi zaczęły ponownie być przeprowadzane zgodnie z formułą stałej stopy procentowej. EBC dodatkowo zadeklarował, że będzie zaspokajać cały zgłaszany popyt³⁴. 15 października podjęto decyzję, że od 30 października także

³⁰ *The implementation of monetary...*, op.cit., s. 76–91.

³¹ F.L. Michaud, G. Schnabel, *Central bank balance sheets*, „BIS Quarterly Review” December 2008, także C. Borio, W. Nelson, op.cit.

³² *The implementation of monetary...*, op.cit.

³³ F.L. Michaud, G. Schnabel, op.cit.

³⁴ *Chronology of monetary policy measures of the eurosystem*, „ECB Monthly Bulletin” August 2009, Annex.

w przetargach na długoterminowe operacje refinansujące oraz w przetargach na specjalne operacje refinansujące cały popyt będzie zaspokajany przy stałej stopie procentowej. W ten sposób banki w strefie euro otrzymały czytelny sygnał, że całe ich potrzeby płynnościowe zostaną zaspokojone, niezależnie od skali. Tym samym EBC dał bankom pewność, że mogą liczyć na praktycznie nielimitowane wsparcie płynnościowe i nie muszą się obawiać, że ich oferty zostaną odrzucone.

Banki skorzystały z oferty EBC i zaczęły zasiląć się w płynność w niespotykanej skali. Pozyskane środki nie stawały się jednak przedmiotem obrotu na rynku międzybankowym. Ryzyko było zbyt duże. Banki wołały skorzystać z operacji depozytowej, oferowanej przez EBC. W ten sposób na koniec dnia pieniądze pożyczone wcześniej od EBC były lokowane na depozycie w... EBC. Banki wołały płacić różnicę między stopą stosowaną w operacjach refinansujących a stopą stosowaną w operacji depozytowej, niż podjąć ryzyko pożyczania środków na rynku. Biorąc pod uwagę, że lokowały na depozycie w EBC nawet kilkaset miliardów euro, widać, że koszty nie miały znaczenia. Liczyło się bezpieczeństwo. W ten sposób głównym animatorem rynku stał się bank centralny.

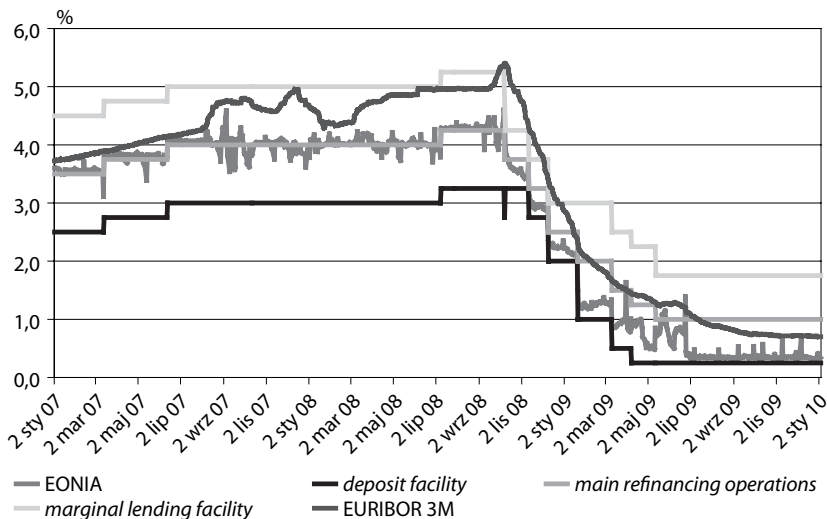
EBC wiedział, że należy podjąć kroki zmierzające do stopniowego zwiększenia płynności rynku międzybankowego. Dlatego zdecydował, że od 21 stycznia 2009 r. szerokość korytarza wahań krótkoterminowych stóp procentowych będzie ponownie wynosiła 200 pkt. baz. Rozszerzenie korytarza spowodowało wzrost kosztu alternatywnego lokowania środków w banku centralnym. Tym samym skłoniło banki do zmniejszenia skali finansowania się w EBC i lokowania środków na depozycie w tym samym banku. Płynność rynku międzybankowego zaczęła się stopniowo poprawiać.

EBC postanowił jednak, że w celu zwiększenia pewności banków co do źródeł finansowania zaoferuje im jeszcze dłuższe operacje zasilające. Od czerwca 2009 r. EBC prowadził więc 12-miesięczne operacje zasilające. Równocześnie EBC zadeklarował, że listę zabezpieczeń rozszerza o zabezpieczone obligacje (*covered bonds*)³⁵.

³⁵ *Governing Council decision on non-standard measures*, „ECB Monthly Bulletin” June 2009, s. 10–11.

Od 15 maja 2009 r. różnica między stopą referencyjną a depozytową została zmniejszona do 75 pkt. baz. Podstawowym powodem tej zmiany było to, że po kolejnej obniżce stóp procentowych i przy zachowaniu dotychczasowej szerokości korytarza stopa depozytowa musiałaby wynieść zero, czego EBC chciał uniknąć.

Rysunek 4. Korytarz wahań stóp procentowych w strefie euro



Źródło: Dane EBC.

Widać więc, że EBC zareagował na kryzys w nieco inny sposób niż FED. Przede wszystkim nadal korzystał tylko i wyłącznie z triady dostępnych instrumentów i jedynie dokonywał ich modyfikacji. Dotyczyły one przede wszystkim operacji otwartego rynku. Trzeba jednak przyznać, że skala wyzwań, przed jakimi stanął FED, wydaje się być zdecydowanie większa. Trudno się zatem dziwić, że to nie EBC był bankiem centralnym, który podjął najwięcej niekonwencjonalnych zachowań³⁶.

³⁶ Por. P. Disyatat, *Unconventional monetary policy in the current crisis*, „BIS Quarterly Review” June 2009.

5. *Exit strategies*

W świetle przedstawionych rozważań warto dodać, że skoro działania banków centralnych w czasie kryzysu koncentrowały się na obniżaniu stóp procentowych oraz zwiększaniu sumy bilansowej, to w okresie poprawy sytuacji makroekonomicznej odbywać się będą również dwutorowo. Z jednej strony banki centralne zaczną podnosić stopy procentowe, z drugiej natomiast będą zmniejszały swoją sumę bilansową. Zmniejszanie sumy bilansowej będzie odbywało się samoistnie (w przypadku zapadania kolejnych papierów znajdujących się w bilansach banków centralnych) lub poprzez sprzedaż aktywów przez banki centralne. Problemów z ograniczaniem sumy bilansowej nie spodziewa się B. Bernanke³⁷. Gdyby jednak FED czekał do zapadnięcia papierów znajdujących się w jego portfelu, to *exit strategy* trwałaby co najmniej kilka lat. Średni rezydualny termin do zapadalności papierów znajdujących się w portfelu FED wynosił bowiem na koniec 2009 r. 81,6 miesiąca³⁸.

Wydaje się, że okres, w którym banki centralne zaczną realizować strategie wyjścia (*exit strategies*), zbliża się. Potwierdzeniem tego jest m.in. ostatnia ankieta przeznaczona dla przewodniczących komitetów kredytowych przeprowadzana przez FED. Jej wyniki wskazują, że w IV kwartale 2009 r. kryteria przyznawania kredytów przestały być zaostrzane³⁹. W lutym 2010 r. wzrosło oprocentowanie kredytu udzielanego w ramach okna dyskontowego, co przez wielu ekonomistów zostało odebrane jako początek realizacji *exit strategy*.

W grudniu 2009 r. EBC jako pierwszy z najważniejszych banków centralnych świata zadeklarował, że przygotowuje się do wycofania się z niekonwencjonalnych sposobów prowadzenia polityki pieniężnej. E. Nowotny z EBC stwierdził, że choć trudno podać dokładną datę, to w długim okresie zaspokajanie całego popytu zgłaszanego przez banki na przetargach nie jest standardowym instrumentem polityki pieniężnej. Nie wykluczył też, że odejście od nadzwyczajnych środków

³⁷ B. Bernanke, op.cit.

³⁸ *Domestic Open...*, op.cit., s. 4.

³⁹ *The January 2010 Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices, Board of Governors of the Federal Reserve System, January 2010, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SnLoanSurvey/201002/fullreport.pdf>*

nastąpi w 2010 r.⁴⁰ Równocześnie członek rady Europejskiego Banku Centralnego A. Weber zadeklarował, że wobec słabości gospodarki wycofywanie się z programów stymulujących, zarówno monetarnych, jak i fiskalnych, będzie następować stopniowo⁴¹. 5 lutego 2010 r. Erkki Liikanen z EBC potwierdził, że w marcu 2010 r. dodatkowa płynność dostarczona wcześniej przez EBC będzie absorbowana⁴².

W lutym 2010 r. EBC ponownie zapowiedział stopniowe odchodzenie od nadzwyczajnych instrumentów. Szczegóły zostały przedstawione 4 marca 2010 r. Jednym z elementów *exit strategy* jest powrót do prowadzenia przetargów na długoterminowe operacje refinansujące w oparciu o zmienną stopę procentową⁴³. Oznacza to, że w ramach tych operacji należy liczyć się z tym, że EBC nie będzie już zaspokajał całego popytu sektora bankowego.

Pomimo obaw o przedwczesne wycofywanie się z nadzwyczajnych instrumentów, w odniesieniu do polityki stopy procentowej można powiedzieć, cytując Williama McChesneya Martina, wieloletniego przewodniczącego FED (w latach 1950–1971), że bank centralny jest od tego, by wynieść wazę z ponczem, kiedy przyjęcie jeszcze trwa. Historycznie bowiem można wskazać więcej przypadków, kiedy bank spóźnił się z jej wyniesieniem niż przypadków, w których wyniósł ją za wcześnie⁴⁴.

W tym miejscu warto zastanowić się, czy działania banków centralnych, poprzez mechanizm mnożnikowy, rzeczywiście pomogły gospodarce.

6. Czy mnożnik kreacji pieniądza działa?

Cechą wspólną większości działań podejmowanych w ramach polityki bilansu był wzrost aktywów banków centralnych. Wzrost ten skutkował oczywiście wzrostem podaży pieniądza rezerwowego.

⁴⁰ <http://news.alibaba.com/article/detail/markets/100234279-1-interview-ecb%2527s-nowotny-recovery-sustainable%252C-warns-euro.html>

⁴¹ <http://waluty.onet.pl/weber-zaciesnianie-polityki-monetarnej-w-strefie-e,18892,3166699,1,news-detal>

⁴² <http://www.xe.com/news/2010-02-05%2003:47:00.0/941045.htm?c=1&t=>

⁴³ http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100304_2.en.html

⁴⁴ 79th *Annual Report*, Bank for International Settlements, June 2009.

Zgodnie z podręcznikowym rozumieniem procesu kreacji pieniądza wzrost M_0 powinien prowadzić do spadku krótkoterminowych stóp procentowych oraz, poprzez mechanizm mnożnikowy, do wzrostu podaży pieniądza ogółem. W rzeczywistości wykreowany pieniądz rezerwowy jest przez banki centralne absorbowany po stopie, która jest niezależna od poziomu wygenerowanej płynności. W tym sensie rację mają C. Borio i P. Disyatat, którzy twierdzą, że można oddzielnie prowadzić politykę bilansu i politykę stopy procentowej. Poziom stopy procentowej jest bowiem zupełnie niezależny od skali płynnych rezerw sektora bankowego⁴⁵. Warto zatem bliżej przyjrzeć się, jak wygląda kreacja pieniądza w praktyce. Już na wstępie trzeba zauważyć, że nie musi mieć ona nic wspólnego ze wzrostem gotówki w obiegu. Wydaje się także, że może się ona odbywać bez impulsu z banku centralnego. Od czego może się zacząć? Klasyczny, podręcznikowy proces kreacji rozpoczyna się od depozytu złożonego w banku komercyjnym, którego część musiała trafić do banku centralnego jako rezerwa obowiązkowa, natomiast pozostała część mogła posłużyć do udzielenia kredytu. Kredyt ten mógł trafić z powrotem do sektora banków komercyjnych w postaci depozytu i cały proces zaczynał się od nowa. Wszystko rozpoczyna się zatem od złożenia w banku komercyjnym depozytu, przy czym przyjmuje się milczące założenie, że jest on dostarczany w gotówce. Tak jednak być nie musi.

Jak wobec tego alternatywnie można przedstawić mechanizm kreacji pieniądza? Otóż współcześnie dla udzielenia kredytu wcale nie jest konieczne wcześniejsze przyjęcie depozytu. Jeżeli klient przychodzi do banku i chce zaciągnąć kredyt, to bank może mu go udzielić, równocześnie uznając jego rachunek depozytowy. Na banku ciąży wówczas obowiązek odprowadzenia rezerwy obowiązkowej od dodatkowego depozytu. W tym celu musi zwykle skorzystać z operacji refinansującej, jaką bank centralny proponuje bankom komercyjnym w ramach operacji otwartego rynku. Aby uniknąć nieporozumień, trzeba stwierdzić, że banki centralne nie racjonują środków przyznawanych w operacjach otwartego rynku, a raczej dostarczają ich tyle, ile wynika z rozliczenia płynności systemu bankowego. Tak działo się szczególnie w czasie kryzysu. Czyli znając wyższe – na skutek przyjęcia depozytu – wymagania

⁴⁵ C. Borio, P. Disyatat, *op.cit.*, s. 3 i 21.

rezerwowo banków komercyjnych, bank centralny zrefinansuje je na odpowiednio wyższą kwotę. Jak widać, mnożnik kreacji pieniądza zadziała tutaj w drugą stronę – od podaży pieniądza ogółem do pieniądza rezerwowego. Obowiązek odprowadzenia rezerwy obowiązkowej zostanie więc spełniony.

Co może dzieć się dalej ze środkami, które w wyniku udzielenia kredytu znalazły się na rachunku depozytowym klienta? Jeżeli środki te zostaną w wyniku transakcji gospodarczych przelane na rachunek innego podmiotu posiadającego rachunek w tym samym banku komercyjnym, to zmieni się jedynie stan środków na rachunkach obu klientów. Jeden rachunek zostanie obciążony, a drugi uznany. Pieniądz zostanie wykreowany, bo wzrósł np. agregat M2. Sytuacja zmieni się nieco, gdy klient banku przeleje środki na rachunek w innym banku. Depozyt zostanie więc przeniesiony do innego banku komercyjnego. Stanie się to jednak za pośrednictwem banku centralnego. Rachunek bieżący pierwszego banku w banku centralnym zostanie obciążony, a rachunek bieżący drugiego banku uznany. Odpowiednie przeksięgowania nastąpią także w bilansach obu banków komercyjnych. Wciąż w systemie znajduje się jednak dodatkowy, wykreowany pieniądz – dochodzi więc do wzrostu podaży pieniądza. A co dzieje się w banku centralnym? Suma środków na rachunkach banków komercyjnych w banku centralnym wzrosła wcześniej na skutek odprowadzenia rezerwy obowiązkowej od nowego depozytu, ale przelanie środków z banku do banku nie zmienia zagregowanego stanu środków na rachunkach bieżących banków komercyjnych w banku centralnym. Nie ma więc nawet potrzeby dodatkowego refinansowania. Także w tym przypadku doszło do kreacji dodatkowego pieniądza.

Oczywiście można rozpatrzeć jeszcze przykład udzielenia kredytu gotówkowego, np. na zakup towarów konsumpcyjnych. Udzieleniu tego kredytu nie towarzyszy zatem uznanie rachunku depozytowego klienta. Pierwotnie zmienia się jedynie struktura bilansu banku – spada gotówka w kasie, rośnie kredyt. Rośnie gotówka poza kasami banków, więc dochodzi do wzrostu podaży pieniądza. Zakładając, że bank chce powrócić do wyjściowego (optymalnego) stanu gotówki w kasie, musi zrefinansować się w banku centralnym, co, jak wcześniej zaznaczyliśmy, uczyni bez problemu. Należy jeszcze nadmienić, że gotówka wydana klientowi jako kredyt wróci zwykle do systemu bankowego w postaci depozytu. Depozyt ten będzie złożony zwykle przez podmiot, w którym klient

nabył pożądaną przez siebie towar. Podmiot gospodarczy nie będzie raczej trzymał gotówki w kasie, tylko złoży ją w depozycie w banku. Bank będzie więc mógł odpowiednio odprowadzić nadmiar gotówki do banku centralnego, zmniejszając skalę niezbędnego refinansowania. Zamiana gotówki na depozyt przez podmiot gospodarczy nie zmieni jednak wielkości podaży pieniądza, a wpłynie tylko na strukturę – spadnie gotówka poza kasami banków, ale wzrosną depozyty. W przypadku udzielenia kredytu gotówkowego dochodzi więc także do dodatkowej kreacji pieniądza.

Powstaje pytanie – czy bank centralny zawsze zrefinansuje bank komercyjny dodatkową kwotą? Otóż banki centralne refinansują banki komercyjne właśnie w celu spełnienia obowiązku utrzymania rezerwy obowiązkowej. W czasie kryzysu czyniły to nawet w skali większej, niż wynikałoby to z rozliczenia rezerwy obowiązkowej. Gdyby bank centralny nie dostarczał bankom środków niezbędnych do spełnienia obowiązku utrzymania rezerwy obowiązkowej, to dochodziłoby do „wysuszenia” rynku wskutek spadku podaży dostępnych środków. Spadek podaży przy niezmiennym popycie – wynikającym ze stanu wymaganej rezerwy obowiązkowej – musiałby prowadzić do wzrostu ceny, a w tym przypadku do wzrostu stóp procentowych na rynku międzybankowym. Nadmierne wahania stóp procentowych są z pewnością niepożądane przez władze monetarne. Gdyby więc przyjąć założenie, że bank centralny nie zrefinansuje systemu bankowego w odpowiedniej skali, oznaczałoby to uznanie, że władzom monetarnym nie przeszkadzają duże wahania stóp procentowych. A tak przecież w rzeczywistości nie jest.

7. Malejąca rola banków centralnych w kreacji pieniądza

Rola banków centralnych w procesie kreacji pieniądza stopniowo maleje. Większość pieniądza kreowana jest już nie przez władze monetarne, ale w sektorze banków komercyjnych. Potwierdzeniem malejącej roli banku centralnego w procesie kreacji pieniądza jest np. spadający udział sumy bilansowej NBP w podaży pieniądza zdefiniowanej jako agregat M2.

Wnioski te znajdują również potwierdzenie w porównaniu sumy bilansowej NBP z sumą bilansową systemu bankowego.

Tabela 1. Udział sumy bilansowej NBP w podażu pieniądza

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Suma bilansowa NBP (mln zł)	84 966,5	110 033,7	131 724,4	150 590,3	146 892,9	138 358,4	134 147,8	140 540,9	120 546,6	150 631,5	155 078,9	171 595,9	211 848,0	250 649,0
Podaż pieniądza (M2) (mln zł)	140 038,7	179 378,1	223 678,1	268 700,5	300 424,1	329 469,1	324 346,4	342 860,2	368 714,1	415 163,5	481 210,5	549 344,3	660 239,9	715 274,2
Udział sumy bilansowej NBP w M2 (%)	60,67	61,34	58,89	56,04	48,90	41,99	41,36	40,99	32,69	36,28	32,23	31,24	32,09	35,04

Źródło: http://nbp.pl/statystyka/pieniezna_i_bankowa/dwn/bilans_nbp.xls, http://nbp.pl/statystyka/pieniezna_i_bankowa/dwn/podaz_bilansowa.xls

Tabela 2. Udział sumy bilansowej NBP w aktywach pozostałych monetarnych instytucji finansowych

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Suma bilansowa NBP (mln zł)	84 966,5	110 033,7	131 724,4	150 590,3	146 892,9	138 358,4	134 147,8	140 540,9	120 546,6	150 631,5	155 078,9	171 595,9	211 848,0	250 649,0
Aktywa pozostałych monetarnych instytucji finansowych (mln zł)	208 191,9	259 635,9	332 633,2	380 915,5	450 943,2	498 576,6	501 549,0	527 432,8	578 245,4	630 806,1	726 887,7	840 651,0	1 090 670,6	1 125 504,3
Udział sumy bilansowej NBP w aktywach pozostałych monetarnych instytucji finansowych (%)	40,81	42,38	39,60	39,53	32,57	27,75	26,75	26,65	20,85	23,88	21,33	20,41	19,42	22,27

Uwagi:

- Pozycja: pozostałe monetarne instytucje finansowe od stycznia 2005 r. obejmuje banki komercyjne i banki spółdzielcze działające w Polsce, także spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe (SKOK).
- Na koniec 2009 r. aktywa banków tworzyły około 99,5% aktywów pozostałych monetarnych instytucji finansowych.

Źródło: http://nbp.pl/statystyka/pieniezna_i_bankowa/dwn/bilans_nbp.xls, http://nbp.pl/statystyka/pieniezna_i_bankowa/dwn/bilans_bankow.xls

Mimo że spadek udziału sumy bilansowej NBP w sumie bilansowej systemu bankowego nie następuje z roku na rok, to na przestrzeni kilkunastu lat widać wyraźnie zarysowujący się trend.

Co zatem oznaczają powyższe dane? Jedyne potwierdzają tezę o malejącym znaczeniu banku centralnego w kreacji pieniądza. Podręcznikowe podejście do procesu kreacji pieniądza wydaje się więc nieadekwatne. Zakłada ono bowiem, że w celu zwiększenia podaży pieniądza bank centralny zwiększa bazę monetarną obiegu (M0), co poprzez mechanizm mnożnikowy prowadzi właśnie do wzrostu ogólnej podaży pieniądza.

Skoro o wielkości podaży pieniądza w coraz mniejszym stopniu decyduje bank centralny, oznacza to, że pula kredytów udostępniana przez banki komercyjne klientom zależy głównie od decyzji samych banków. Z kolei decyzje banków zależą od poziomu stóp procentowych określanego przez władze monetarne. Bank centralny kontroluje zatem poziom krótkoterminowych stóp procentowych, ale o podaży pieniądza w większym stopniu decydują banki komercyjne. Oznacza to także, że banki komercyjne nie mają ściśle określonej, reglamentowanej puli kredytów do podziału między swoich klientów. Rozmiar akcji kredytowej jest więc w miarę elastyczny i zależy od wielu czynników (wspomnianego już poziomu stóp procentowych, popytu na kredyt, warunków udzielania kredytów etc.).

W takiej sytuacji oczywiście wydaje się, że banki centralne nie są w stanie kontrolować agregatów monetarnych. Jak powiedział były członek zarządu Banku Kanady Gerry Bouey: „Nie porzuciliśmy agregatów monetarnych, to one nas opuściły”⁴⁶. Choć słowa te przypisywane są także gubernatorowi Banku Kanady Johnowi Crow, to niezależnie od autorstwa bardzo dobrze oddają naturę procesów, jakie zaszły w otoczeniu polityki pieniężnej⁴⁷.

Większość autorów podręczników obrazujących mechanizm mnożnikowy przyjmuje, że bank centralny kontroluje bazę monetarną (pieniądz rezerwowy), a następnie, poprzez mnożnik bazy monetarnej, wpływa na podaż pieniądza ogółem. Składnikami pieniądza rezerwowego są:

⁴⁶ A.S. Blinder, *Bankowość centralna w teorii i praktyce*, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 10.

⁴⁷ F.S. Mishkin, *Strategies for Controlling Inflation*, „NBER Working Paper” 6122, August 1997, s. 22.

- gotówka w obiegu,
- stan środków na rachunkach banków komercyjnych w banku centralnym.

Ilość gotówki w obiegu zależy wyłącznie od popytu na gotówkę zgłaszanego przez banki komercyjne w banku centralnym. Tak więc bank centralny nie decyduje o wielkości obiegu gotówkowego. Nie może on bowiem wywierać wpływu na popyt na gotówkę zgłaszany przez banki komercyjne, a *de facto* przez ich klientów.

Gotówka wchodzi do obiegu, gdy bank centralny wypłaca ją bankom komercyjnym, pomniejszając stany na ich rachunkach bieżących. Cała operacja przebiega mniej więcej tak, jak wypłata przez klienta pieniędzy z banku. Rośnie ilość gotówki w obiegu, a maleją stany środków na rachunkach bieżących. Można zatem uznać, że rola banku centralnego jest w przypadku gotówki podobna do roli bankomatu. Po prostu zaspokaja potrzeby klientów.

Warto jeszcze prześledzić, co może się dzieć z drugim elementem pieniądza rezerwowego, który stanowią płynne rezerwy banków zgromadzone na rachunkach bieżących w banku centralnym. Gdyby zmiany stanów na rachunkach banków komercyjnych w banku centralnym były zależne tylko od zmian gotówki w obiegu, to zmiany ilości gotówki w obiegu nie powodowałyby zmian wielkości bazy monetarnej. Zmieniałaby się tylko struktura bazy monetarnej. Poziom środków na rachunkach banków komercyjnych w banku centralnym zależy jednak także od innych czynników.

Na ogół wymieniane są dwa czynniki decydujące o poziomie środków, jaki banki komercyjne utrzymują w banku centralnym:

- 1) poziom wymaganej rezerwy obowiązkowej,
- 2) popyt na tzw. pracujące bilanse.

Aby wywiązać się z obowiązku odprowadzenia rezerwy obowiązkowej, banki komercyjne powinny utrzymywać na swoich rachunkach pewną stałą część zobowiązań, będących podstawą naliczania rezerwy. Widać tutaj wyraźnie, że mnożnik bazy monetarnej działa w dwie strony. Ogólny poziom depozytów (podaży pieniądza) decyduje o tym, ile środków będzie utrzymywanych w ramach bazy monetarnej w banku centralnym. Nie jest zatem tak, że baza

monetarna wpływa na podaż pieniądza. Jeżeli nastąpi niezależny od banku centralnego wzrost depozytów w bankach komercyjnych, to tym samym wzrośnie poziom wymaganej rezerwy obowiązkowej, w czego konsekwencji zwiększy się wielkość bazy monetarnej. Można więc powiedzieć, że to zmiany w podaży pieniądza wpływają na zmiany pieniądza rezerwowego, a nie odwrotnie. Wydaje się, że pogląd ten można pogodzić z teorią realnego cyklu koniunkturalnego. W ramach tej teorii sformułowano bowiem pogląd, że większa część agregatów pieniężnych to pieniądz wykreowany przez banki komercyjne. Tempo kreacji tego pieniądza zależy zaś od koniunktury. Zatem to tempo wzrostu gospodarczego decyduje o tempie wzrostu podaży pieniądza⁴⁸. W takiej sytuacji zmiany bazy monetarnej są tylko odbiciem zmian podaży pieniądza ogółem.

Szczególnie w sytuacji kryzysu banki centralne starały się zaspokoić całość popytu sektora bankowego na płynne środki. Można więc powiedzieć, że ilość płynnych rezerw utrzymywanych przez banki zależy wyłącznie od suwerennych decyzji banków komercyjnych.

Co więcej, baza monetarna jest często kategorią wyłącznie statystyczną i trudno na jej podstawie wnioskować o podaży pieniądza ogółem, a co dopiero o popycie w gospodarce.

Wymowną ilustracją tego, że wielkość bazy monetarnej zależy niejednokrotnie od statystycznej konwencji, są doświadczenia NBP związane z obniżeniem stopy rezerwy obowiązkowej i emisją obligacji w 1999 r. Na skutek obniżenia stóp rezerwy obowiązkowej w ciągu jednego dnia gwałtownie spadły stany środków na rachunkach bieżących banków komercyjnych w banku centralnym. Obniżyła się zatem podaż pieniądza rezerwowego, czyli baza monetarna. Skala spadku była zbliżona do skali emisji obligacji NBP, wynosząc 13 mld zł. Jeżeli wziąć pod uwagę, że średnia wielkość podaży pieniądza rezerwowego w miesiącach bezpośrednio poprzedzających tę operację kształtowała się na poziomie około 60 mld zł, to oznacza, że w ciągu jednego dnia baza monetarna zmniejs-

⁴⁸ Por. R. Kokoszczyński, *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa 2004, s. 42.

szła się o ponad 20%. Zmiana ta miała charakter wyłącznie statystyczny i nie oznaczała żadnych szoków w polityce pieniężnej⁴⁹.

Przekonanie, że efektywność polityki pieniężnej jest zdeterminowana przez zależność między bazą monetarną a podażą pieniądza, może prowadzić do wielu nieporozumień⁵⁰. Co więcej, jest ono błędne. Stosunek bazy monetarnej do podaży pieniądza może fluktuować. Jest on bowiem uzależniony od wielu czynników, w tym także, jak widać, od konwencji przyjętej w statystykach.

Przedstawiane rozumowanie potwierdza także były wicegubernator Banku Kanady Charles Freedman, który pisze, że „mnożnikowy model kreacji pieniądza, w którym zmiany bazy monetarnej prowadzą do automatycznych zmian podaży pieniądza, nie znajduje potwierdzenia w praktyce. W rzeczywistości pierwszy impuls mechanizmu transmisji to wpływ banku centralnego na krótkoterminową stopę procentową. Zmiany tej stopy przyczyniają się do zmiany innych stóp procentowych i kursu walutowego, które to z kolei wpływają na wydatki i inflację”⁵¹.

Można więc przyjąć, że mnożnik kreacji pieniądza nie działa w sposób tak oczywisty, jak przedstawiają to podręczniki, co było jedną z przyczyn rezygnacji przez władze monetarne ze strategii kontroli agregatów pieniężnych. Potwierdzeniem tego, że zwiększanie podaży pieniądza rezerwowego niekoniecznie musi zwiększać podaż kredytu, a tym samym działać proinflacyjnie, jest polityka *quantitative easing* prowadzona w Japonii na początku XXI w. (2001–2006)⁵².

Nie każda zmiana bazy monetarnej musi zatem wpłynąć na inflację. Tym bardziej że nie każda zmiana bazy monetarnej jest związana ze zmianą ogólnej podaży pieniądza. Baza monetarna może się zmienić, a podaż pieniądza pozostanie

⁴⁹ A. Sławiński, D. Tymoczko, *Czynniki wpływające na wielkość renty menniczej w Polsce*, „CASE Studia i Analizy” 229, Warszawa 2001.

⁵⁰ Por. M. Woodford, *Monetary Policy in a World Without Money*, [materiały z konferencji pt.] *Future of Monetary Policy and Banking* [zorganizowanej w dniu 11 lipca 2000 r. przez Bank Światowy w Waszyngtonie], s. 7.

⁵¹ Ch. Freedman, *Monetary Policy Implementation: Past, Present, and Future – Will the Advent of Electronic Money Lead to the Demise of Central Banking?*, [materiały z konferencji pt.] *Future of Monetary Policy and Banking* [zorganizowanej w dniu 11 lipca 2000 r. przez Bank Światowy w Waszyngtonie], s. 5–6.

⁵² C. Borio, P. Disyatat, op.cit., s. 19.

stanie na poprzednim poziomie. Trudno byłoby wykazać, że nawet stosunkowo duża zmiana pieniądza rezerwowego zadziała proinflacyjnie. Związek największego agregatu pieniężnego z inflacją nie jest tak silny jak było to kilkadziesiąt lat temu. Także według Banku Rozrachunków Międzynarodowych „pieniądz elektroniczny może prowadzić do zmian w szybkości obiegu pieniądza, co może okresowo zmniejszać przydatność agregatów pieniężnych, szczególnie wąskich, dla banków centralnych traktujących agregaty jako cele bądź indykatory polityki pieniężnej”⁵³.

8. Polityka bilansu a poziom stóp procentowych

Chociaż C. Borio i P. Disyatat twierdzą, że polityka bilansu może być prowadzona niezależnie od poziomu stóp procentowych⁵⁴, warto zastanowić się, czy w każdej sytuacji przynosi ona pożądane efekty. Wydaje się bowiem, że prowadzenie polityki rezerw bankowych, polegające np. na kupowaniu papierów skarbowych, ma sens tylko wtedy, gdy stopa banku centralnego wynosi zero. Dlaczego tak jest?

Każda operacja zakupu papierów wartościowych zwiększa zasób płynnych rezerw banków. W ten sposób zwiększana jest podaż środków na rynku międzybankowym. Każdy wzrost podaży przy stałym popycie prowadzi do spadku ceny, czyli stopy procentowej. Gdy stopa banku centralnego jest większa niż zero, bank centralny nie chce do tego dopuścić. W celu utrzymania stopy na pożądanym przez siebie poziomie przeprowadza interwencje polegające np. na emisji własnych papierów dłużnych. W ten sposób „ściąga” środki, które wcześniej dostarczył bankom. Z jednej strony władze monetarne starają się zwiększyć poziom płynnych rezerw bankowych, a z drugiej, w celu utrzymania stopy procentowej na pożądanym poziomie, rezerwy te absorbują. Stopa pożądana przez władze monetarne jest w takim przypadku równa tej, którą bank centralny proponuje w operacji absorbującej. Można zatem dojść

⁵³ *Implications for Central Banks of the Development of Electronic Money*, Bank for International Settlements, Basle, October 1996, s. 6–7.

⁵⁴ C. Borio, P. Disyatat, op.cit., s. 5.

do wniosku, że zwiększanie podaży pieniądza rezerwowego, którego częścią są płynne rezerwy banków, ma sens tylko wtedy, gdy efekt ten nie jest eliminowany poprzez absorpcję dostarczonych środków. Bank centralny może jednak zrezygnować z absorpcji tylko wtedy, gdy akceptuje spadek ceny pieniądza krótkoterminowego do zera. Zatem wydaje się, że polityka zwiększania płynnych rezerw banków powinna być zastosowana wtedy, gdy stopy banku centralnego znajdują się na poziomie bliskim zera⁵⁵. Wniosek ten zdaje się być spójny z poglądem L. Bini Smaghi, który także uważa, że *quantitative easing* jest zwykle poprzedzone obniżeniem przez władze monetarne stóp do zera⁵⁶. Przy stopach wyższych od zera efektem zakupu obligacji skarbowych przez banki centralne jest jedynie niewielka zmiana w bilansie sektora bankowego (prywatnego). Obligacje skarbowe są bowiem na ogół zastępowane przez kolejne obligacje lub przez papiery dłużne banku centralnego.

Niezależnie od przedstawionego wywodu czołowe banki centralne świata (w tym EBC i FED) prowadziły politykę bilansu przy stopach procentowych wyższych od zera. Przyjmowała ona jednak głównie formę polityki kredytowej. Dlaczego mogła być ona mimo to skuteczna? Dlaczego wiele banków centralnych stosowało *quantitative easing* i dlaczego czasami przynosiła ona efekty? Otóż wydaje się, że skoro większość uczestników rynku wierzyła w skuteczność tego typu działań, to mogły się one okazać skuteczne. Samospełniająca się przepowiednia? W tradycyjnym rozumieniu ekspansja monetarna polegająca na zwiększaniu pieniądza rezerwowego powinna zwiększać zagregowany popyt. Jeśli tak jest, to uczestnicy rynku oczekują, że taka ekspansja będzie miała wpływ na popyt i do tego dostosowują swoje zachowania.

⁵⁵ Por. *Inflation Report*, III/2009, op.cit., s. 9.

⁵⁶ L. Bini Smaghi, op.cit.

Zakończenie

W porównaniu z poprzednim seminarium z 20 listopada 2009 r. można było dostrzec znaczny spadek dynamiki rozwoju zjawisk kryzysowych, a zielony kolor mapy Polski na tle czerwonego koloru dominującego na mapie Europy wprowadzał pewne uspokojenie i budował przekonanie, że kryzys dla Polski nie będzie taki straszny, jak początkowo sądzono. W debatach publicznych coraz więcej miejsca zaczęto poświęcać ewentualnym społecznym skutkom kryzysu i ich rozmiarowi w naszym kraju, wskazując, że poszczególne wskaźniki w innych państwach europejskich wyglądają znacznie gorzej. Dotyczyło to przede wszystkim rosnącego bezrobocia, obaw o zahamowanie rozwoju regionalnego, troski o systemy zabezpieczenia społecznego w poszczególnych państwach czy przeciwdziałania niektórym nowym zjawiskom patologicznym. Po ocenach finansistów i ekonomistów bardziej dobitne stały się oceny dokonywane przez filozofów, etyków czy historyków myśli ekonomicznej wskazujących na konieczność powrotu do uniwersalnych wartości kapitalizmu, które zostały zarzucone w ferworze obfitości konsumpcji i nadzwyczajnych zysków w okresie dobrej koniunktury osiągniętych przez banki i inne instytucje finansowe. Stanem swoich oszczędności i bezpieczeństwem bankowych depozytów zaczęli interesować się także codzienni, indywidualni klienci tych instytucji, na co dzień niemający nic wspólnego z rozwiniętymi analizami finansowymi i ekonomicznymi skutków wydarzeń, które ich również zaczęły dotyczyć. Stąd pojawiło się zainteresowanie przedsięwzięciami podejmowanymi przez NBP, inne banki centralne w naszej części Europy, a w strefie euro działaniami EBC.

Seminarium składało się z dwóch części merytorycznych, z których pierwsza związana była z wystąpieniem Prezesa NBP Sławomira Skrzypka i prezentacją drugiej części raportu „Polska wobec światowego kryzysu

gospodarczego”. W raporcie tym większą uwagę poświęcono problemom związanym z długookresowym wzrostem gospodarczym w Polsce, zapewnieniem stabilności systemu finansowego oraz trwałego rozwoju gospodarki polskiej. Jak podkreślił Prezes NBP, „przedstawione w drugiej części raportu długookresowe aspekty polityki gospodarczej mają charakter komplementarny, a nie substytucyjny względem sformułowanych w pierwotnym raporcie NBP proponowanych kierunków polityki gospodarczej i stanowią ich istotne uzupełnienie [...] Wśród najważniejszych wyzwań, przed którymi stoi Polska w długim okresie, wyróżnionych w drugiej części raportu, znalazły się: tworzenie podstaw rozwoju gospodarki innowacyjnej opartej na wiedzy, budowanie kapitału ludzkiego dla rozwoju gospodarczego kraju, aktywna walka z bezrobociem strukturalnym, zmiany w systemie podatkowym oraz działania zmierzające do budowy stabilnego sektora finansowego, w tym sektora bankowego”.

Druga część seminarium zdominowana została przez analizę różnych działań podejmowanych przez banki centralne w poszczególnych państwach oraz przez EBC w celu odbudowy i utrzymania płynności na rynkach międzybankowych, ale także charakteryzowano i zestawiano instrumenty, które były stosowane przez różne banki, w tym FED. Dyskusja w tej części seminarium dotyczyła przede wszystkim „bankowego wymiaru” kryzysu ekonomicznego i zawierała odniesienia do tradycyjnych i nadzwyczajnych instrumentów pokonywania czy wychodzenia z kryzysu, które były lub są stosowane przez banki centralne. Pojawiły się propozycje podjęcia różnego rodzaju działań regulacyjnych, zarówno w odniesieniu do rynków finansowych, jak i handlu międzynarodowego. Akcentowano, iż już w prawie 20 państwach świata wprowadzono w życie 47 różnych instrumentów regulujących (dla innych, ograniczających) wolną wymianę handlową, zaś liczba państw, która wprowadziła lub zamierza w najbliższym czasie wprowadzić nowe regulacje dotyczące instytucji finansowych, bezpieczeństwa obrotu kapitałowego i nadzoru bankowego, jest jeszcze większa. Działania podjęte w USA uznano za najdalej idące i wyrażono wątpliwość, czy uda się administracji B. Obamy doprowadzić do końca propozycję nowej, kompleksowej ustawy o regulacji rynków finansowych. Wątpliwości te okazały się w pełni uzasadnione, bowiem do chwili obecnej nie uchwalono w Senacie wspomnianej ustawy (zainicjowa-

nej przez senatorów demokratycznych w maju 2010 r.) z powodu sprzeciwu republikanów i braku dostatecznego poparcia także wśród demokratycznych kongresmanów (w przypadku uchwalenia ustawy mniejszą liczbą niż 60 głosów w Senacie republikanie mogą zastosować dozwoloną prawnie obstrukcję parlamentarną, mogącą znacznie odsunąć w czasie uchwalenie dokumentu, który planowano przed 4 lipca br. przedstawić do podpisu prezydentowi).

W dyskusji powróciła także kwestia „polskiej drogi do euro” i zasadniczy dylemat: w jakim czasie i przy spełnieniu jakich warunków Polska powinna przystąpić do eurolandu? Stanowiska zajmowane przez uczestników seminarium były w tej kwestii zróżnicowane, podobnie jak wypowiedzi w dyskusji i pytania stawiane panelistom przez uczestników seminarium. Złożona i trudna sytuacja Grecji oraz zapewne innych państw należących do strefy (Portugalii, Irlandii, Hiszpanii) niewątpliwie studzi chęci jak najszybszego przyjęcia europejskiej waluty. Jeśli przyjąć, że decyzja w tej kwestii będzie podejmowana przez polityków, którzy najczęściej myślą w sekwencji kadencyjnej, trudno będzie w polskiej rzeczywistości wyobrazić sobie sytuację, aby mogła o tym zdecydować i wcielić decyzję w życie ta sama formacja polityczna. Pewien rodzaj zgody z opozycją w tej sprawie wydaje się konieczny, a może nawet o ostateczną zgodę politycy postanowią zapytać społeczeństwo.

Reasumując, w trakcie seminarium poruszone zostały nie tylko najważniejsze problemy związane z rolą banków centralnych w przewyciężaniu skutków kryzysu gospodarczego, ale także zagadnienia pośrednio związane z tą problematyką, najczęściej w ujęciu instytucjonalnym. Było ono miejscem szerszej refleksji nad zjawiskami kryzysowymi w gospodarce w wymiarze krajowym, regionalnym i globalnym, a także nad społecznymi skutkami tych zjawisk, przeważnie negatywnymi. Obecność badaczy reprezentujących różne dyscypliny naukowe, Prezesa NBP, przedstawicieli administracji centralnej, doktorantów, studentów z różnych uczelni pozwalała na zestawienie czy niekiedy konfrontację różnych podejść metodologicznych i teoretycznych do analizowanych zagadnień.

Jednocześnie jego uczestnicy z zainteresowaniem przyjęli zapowiedź, iż kolejne seminarium naukowe Kolegium Ekonomiczno-Społecznego, zaplanowane na październik 2010 r., poświęcone zostanie aksjologicznym problemom życia publicznego w jego różnorodnych aspektach: gospodarczym, politycznym,

kulturowym, filozoficznym i prawnym oraz stanowić będzie m.in. dopełnienie zapoczątkowanej dyskusji o zaufaniu do instytucji publicznych, w tym instytucji finansowych, a szczególnie banków.

Joachim Osiński