

VIOLETTA KAŁUZIŃSKA

BANK CENTRALNY WOBEC KWESTII STABILNOŚCI SYSTEMU FINANSOWEGO¹

I. WSTĘP

Stabilność systemu finansowego jest terminem, który stosunkowo niedawno znalazł się w centrum zainteresowania banków centralnych i społeczności międzynarodowej. Jeszcze bowiem do lat siedemdziesiątych XX w. uregulowania rynków finansowych oraz silne tendencje do protekcjonizmu i ingerowania państwa w gospodarkę zapewniały względną stabilność systemu finansowego. Uwaga banków centralnych koncentrowała się przede wszystkim na wypełnianiu ich podstawowych zadań statutowych, tj. osiągnięciu i utrzymaniu stabilności cen, w której to dziedzinie większość banków centralnych odniosła znaczące sukcesy, szczególnie od czasu wprowadzenia przez nie strategii Bezpośredniego Celu Inflacyjnego – BCI.

Jednak w ciągu ostatnich trzydziestu kilku lat systemy finansowe na świecie przeszły szereg radykalnych zmian. Postępujące procesy globalizacji i liberalizacji przepływów kapitałowych, w połączeniu ze wzrostem znaczenia instrumentów rynkowych w stosunku do tradycyjnych form pośrednictwa finansowego (np. lokat i pożyczek bankowych) w alokacji funduszy i transferze ryzyka oraz wzrostem wolumenu obrotów kapitałowych na niespotykaną dotąd skalę, uczyniły systemy finansowe wysoce wrażliwymi i podatnymi na zaburzenia.

Nic więc dziwnego, że gdy ostatnie lata przyniosły szereg spektakularnych kryzysów w systemie bankowym² (tabela 1) – i to zarówno w krajach rozwiniętych, jak i na tak zwanych *emerging markets* – uwaga społeczności międzynarodowej została zaalarmowana kwestiami związanymi ze stabilnością systemu finansowego, jego bezpieczeństwo zaś i sprawne funkcjonowanie stało się przedmiotem szczególnej troski ze strony banków centralnych.

Niniejsze opracowanie stanowi próbę przybliżenia istoty i znaczenia stabilności finansowej dla prawidłowego funkcjonowania gospodarki, ze szczególnym uwzględnieniem roli banku centralnego w tym zakresie. W części drugiej omówiono system finansowy i jego znaczenie w rozwoju gospodarczym

¹ Stabilność systemu finansowego i stabilność finansowa to pojęcia w niniejszej pracy używane zamiennie.

² Choć udział sektora bankowego w systemie finansowym stopniowo maleje (i np. w Polsce na koniec 2006 r. wynosił 66,67%, źródło: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w roku 2006*, Narodowy Bank Polski, Warszawa, luty 2008), nadal jest dominujący, stąd też pojęcie stabilności finansowej/systemu finansowego bywa często rozumiane jako stabilność systemu bankowego.

Tabela 1

Wybrane przykłady państw dotkniętych kryzysem finansowym

Lata	Państwa, w których wystąpił kryzys finansowy
1980-1982	Argentyna, Meksyk
1981-1983	Chile
1981	Urugwaj
1982-1987	Kolumbia
1974-2001	Stany Zjednoczone (Franklin National – 1974, Continental Illinois – 1984, Krach giełdowy – 1987, Bank Nowej Anglii – 1990, Long-Term Capital Management – 1998, Reakcja Fed po wydarzeniach 11 września 2001).
1987-1989	Norwegia
1990-1993	Szwajcaria
1990-1995	Wielka Brytania (BCCI – 1991, kryzys w sektorze małych i średnich banków – 1990 – 1991, Barrings – luty 1995)
1990-1993	Szwecja
1991-1993	Finlandia
1991-1999	Japonia
1992-1995	Francja
1994-1995	Wenezuela
1994-1995	Brazylia
1995	Meksyk
1997-1999	Kryzys azjatycki (Tajlandia, Filipiny, Korea Południowa)
1998	Rosja
2007	Wielka Brytania (bank Northern Rock)
2007	USA

Źródło: opracowanie własne.

kraju. Część trzecia wyjaśnia kwestię stabilności finansowej traktowanej jako dobro publiczne, a część czwarta stanowi uzasadnienie zaangażowania banków centralnych w działania dotyczące utrzymania stabilności finansowej. Część piąta pracy poświęcona jest instytucjom odpowiedzialnym za monitorowanie i utrzymanie stabilności systemu finansowego, ze szczególnym naciskiem na pozycję banku centralnego w strukturach tzw. sieci bezpieczeństwa. Ostatnia część niniejszego opracowania zawiera opis narzędzi, dzięki którym bank centralny stara się zapobiegać kryzysom finansowym, a gdy już do nich dojdzie – skutecznie nimi zarządzać.

II. ISTOTA SYSTEMU FINANSOWEGO

System finansowy w gospodarce rynkowej stanowi kluczowy element systemu ekonomicznego, który z kolei jest częścią systemu społecznego. Stanowi on mechanizm, dzięki któremu wyzwalone są siły nabywcze w gospodarce. Rezultatem jego istnienia jest możliwość współtworzenia pieniądza przez

niefinansowe podmioty gospodarcze (tj. przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe) oraz możliwość przepływu strumieni pieniężnych między nimi³.

Strukturę systemu finansowego przedstawia tabela 2. Jak z niej wynika, w skład systemu finansowego wchodzi:

- instytucje finansowe (i oferowane przez nie instrumenty finansowe),
- rynki finansowe,
- infrastruktura i zasady określające sposób ich funkcjonowania⁴.

Tabela 2

Struktura systemu finansowego

System finansowy				
Instytucje finansowe		Infrastruktura prawna i instytucjonalna		Rynki finansowe
<ul style="list-style-type: none"> • bank • niebankowe instytucje finansowe • instytucje wspólnego inwestowania (fundusze inwestycyjne) • zakłady ubezpieczeń • biura maklerskie 	↔	<ul style="list-style-type: none"> • regulacje prawne • systemy płatnicze • systemy rozrachunku papierów wartościowych • instytucje pośrednictwa finansowego • instytucje regulujące i nadzorujące 	↔	<ul style="list-style-type: none"> • rynek pieniężny • rynek walutowy • rynek instrumentów pochodnych

Źródło: O. Szczepańska, *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2008, s. 14.

Wszystkie elementy systemu finansowego łączy sieć wzajemnych powiązań (na co wskazują poziome strzałki w tabeli), wszystkie też wzajemnie się warunkują.

Systemowi finansowemu – oprócz podstawowej, wynikającej z definicji funkcji współtworzenia i przepływu strumieni pieniężnych – przypisuje się trzy inne, ściśle ze sobą powiązane funkcje⁵:

- monetarną,
- kapitałowo-redystrybucyjną,
- kontrolną⁶.

³ *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 17-18.

⁴ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002-2003*, NBP, Warszawa 2004, s. 12.

⁵ *System finansowy...*, s. 19.

⁶ Ekonomisci wyróżniają także inne funkcje systemu finansowego, np. funkcję mobilizowania oszczędności, alokacji kapitału, kontroli zarządów firm czy zarządzania ryzykiem – zob. *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, The World Bank, Policy Research Report, Washington 2001; R. Levine, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, „Journal of Economic

Funkcja monetarna systemu finansowego zapewnia podmiotom dostęp do pieniądza i umożliwia dokonywanie płatności. Zbliżona do niej funkcja kapitałowo-redystrybucyjna natomiast polega na tym, że system finansowy umożliwia międzyokresową alokację zasobów finansowych pomiędzy podmiotami dysponującymi nadwyżkami finansowymi a tymi, którzy znajdują dlań najbardziej produktywne możliwości inwestycyjne. W ramach tej funkcji system finansowy również identyfikuje, wycenia i zarządza ryzykiem finansowym w czasie. Funkcja kontrolna i informacyjna polega z kolei na monitorowaniu strumieni pieniężnych, w szczególności zainwestowanych środków, w celu oceny prawidłowości i efektywności ich wykorzystania. Obejmuje ona kontrolę finansową oraz oddziaływanie instytucji i rynków finansowych na zachowanie podmiotów niefinansowych⁷.

Ze względu na funkcje, jakie system finansowy pełni w gospodarce, jego rozwój i sprawne działanie mają istotne znaczenie dla realnej sfery gospodarki i w efekcie dla dobrobytu społecznego. Dobrze funkcjonujące rynki finansowe i instytucje pośrednictwa finansowego są kluczowe dla zdrowia gospodarki i niezbędne do zwiększenia jej stabilności. Umożliwiając koordynację mikroekonomicznych procesów decyzyjnych (zdecentralizowanych ze swej natury w gospodarce rynkowej), stanowią podstawę promowania efektywności gospodarczej⁸. „Rynki finansowe przyczyniają się do podwyższenia produkcji i wydajności w całej gospodarce. Zwiększają również bezpośrednio dobrobyt konsumentów, pozwalając im na korzystniejszy rozkład w czasie ich zakupów”⁹. System finansowy przyczynia się także do ograniczenia ryzyka związanego z indywidualnymi przedsięwzięciami i podmiotami. „Instytucje i rynki finansowe pozwalają na odpersonifikowanie relacji między oszczędzającymi a inwestorami, pośrednicząc między nimi. Dywersyfikacja ryzyka, jaką umożliwiają instytucje i rynki finansowe, pozwala na podejmowanie przedsięwzięć o wyższym poziomie ryzyka i potencjalnie wyższej stopie zwrotu”¹⁰. Zarówno literatura teoretyczna, jak i badania empiryczne potwierdzają istnienie pozytywnego związku między prawidłowo funkcjonującym i rozwiniętym systemem finansowym a wzrostem gospodarczym¹¹. Badania wykazały, że wzrost poziomu pośrednictwa finansowego przyczynia się do wzrostu gospodarczego, co wskazuje na to, że stabilny i rozwinięty system finansowy jest warunkiem wzrostu gospodarczego i poprawy dobrobytu społecznego, bowiem dzięki jego istnieniu „następuje koordynacja działalności ekonomicznej opartej na zasadzie społecznego podziału pracy, który jest podstawą długookresowego wzrostu ogólnospołecznej wydajności pracy”¹².

Literature” 35, 1997, s. 688-726; G. Kaufman, *Central Banks, Asset Bubbles, and Financial Stability*, Federal Reserve Bank of Chicago, Working Paper, nr WP-98-12, 1998.

⁷ O. Szczepańska, op. cit., s. 15.

⁸ *System finansowy...*, s. 22.

⁹ F. S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 54.

¹⁰ O. Szczepańska, op. cit., s. 18.

¹¹ Należy jednak zauważyć, iż wśród ekonomistów zajmujących się teorią wzrostu gospodarczego nie ma jednomyślności w uznaniu systemu finansowego i stopnia jego rozwoju za istotny czynnik wpływający na wzrost gospodarczy.

¹² *System finansowy...*, s. 22.

III. STABILNOŚĆ SYSTEMU FINANSOWEGO

Pojęcie stabilności finansowej – choć szeroko dyskutowane w literaturze – nie doczekało się jednoznacznej definicji. Wyróżnia się dwa podejścia do definiowania stabilności systemu finansowego¹³. Pierwsze polega na określeniu warunków, w których system finansowy prawidłowo spełnia swoje podstawowe funkcje, to znaczy:

- zapewnia sprawny przepływ środków finansowych pomiędzy jego uczestnikami, od podmiotów posiadających nadwyżki finansowe do tych, którzy mają możliwości ich produktywnego zastosowania,
- zapewnia prawidłową wycenę aktywów, co przejawia się np. brakiem gwałtownych bądź nieprzewidywalnych zmian ich cen,
- gwarantuje sprawny i bezpieczny przebieg płatności.

Drugie podejście do definiowania stabilności finansowej określa krótko stabilność jako brak kryzysu. Określenie to jednak samo wymaga dodatkowo wyjaśnienia, co rozumie się pod pojęciem kryzysu finansowego. F. S. Mishkin definiuje kryzys finansowy jako poważne zaburzenie w systemie finansowym, prowadzące do tak gwałtownego nasilenia problemów negatywnej selekcji i ryzyka nadużycia¹⁴ na rynkach finansowych, że rynki nie są w stanie efektywnie przekazywać funduszy od osób oszczędzających do tych, które znajdują produktywność możliwości inwestycyjne. W rezultacie niezdolności rynków finansowych do efektywnego działania następuje gwałtowne ograniczenie aktywności gospodarczej¹⁵.

Z kolei W. Allen określa kryzys finansowy jako sytuację, w której dłużnik nie jest w stanie regulować swoich zobowiązań i nie może w żaden sposób uzyskać dodatkowego finansowania¹⁶.

Na potrzeby niniejszego opracowania przyjęto definicję za M. Bordo i inni, która kryzys finansowy określa jako epizody gwałtownych zmian na rynku finansowym, związane z niedoborem płynności i niewypłacalnością uczestników rynku i (lub) interwencjami władz publicznych mającymi temu zapobiec¹⁷.

Przegląd wybranych najczęściej przytaczanych w literaturze przedmiotu definicji stabilności finansowej przedstawia tabela 3.

Powyższe definicje podkreślają wzajemną zależność systemu finansowego i realnej sfery gospodarki: z jednej strony od sprawności funkcjonowania systemu finansowego zależy kondycja gospodarki, z drugiej zaś stan gospodarki może być źródłem szoków zewnętrznych zaburzających pracę systemu. Jednocześnie system finansowy sam jest w stanie zapobiegać kryzysom dzięki

¹³ Za: O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, A. Pawlikowski, *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej na przykładzie wybranych krajów*, Materiały i Studia, nr 173, Narodowy Bank Polski, Warszawa, kwiecień 2004.

¹⁴ Problem negatywnej selekcji, który pojawia się przed zawarciem transakcji, dotyczy faktu, że pożyczkobiorcy obciążeni wysokim ryzykiem złego kredytu najaktywniej starają się o pożyczkę. Ryzyko nadużycia natomiast – pojawiające się po zawarciu transakcji – dotyczy prawdopodobieństwa podejmowania przez pożyczkobiorców działań niepożądanych z punktu widzenia pożyczkodawcy.

¹⁵ F. S. Mishkin, *Ekonomika...*, s. 276.

¹⁶ W. Allen, *Financial Stability, Public Policy and Central Banks*, Bank of England, 2001.

¹⁷ M. Bordo, B. Eichengren, D. Klingebiel, M. S. Martinez-Peira, *Is Crisis Problem Growing More Severe?*, *Economic Policy*, „A European Forum” 2000, nr 32, s. 55.

Tabela 3

Definicje stabilności finansowej

Źródło	Definicja stabilności finansowej
O. Issing, <i>Monetary and Financial Stability: Is there a Trade-off?</i> , BIS, Conference on Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle”, 28-29 marca 2003, s. 1.	Stabilność finansowa to stan, w którym system finansowy jest zdolny w trwały sposób wypełniać swoje funkcje, tj. efektywnie alokować fundusze od oszczędzających do najbardziej produktywnych inwestorów.
T. Padoa-Schioppa, <i>Central Banks and Financial Stability: Exploring the Land in between</i> , The Second ECB Central Banking Conference on the Transformation of the European Financial System”, 24-25 października 2002, Frankfurt, s. 20.	Stabilność finansowa to stan, w którym system finansowy jest w stanie wytrzymać szoki bez tworzenia warunków do kumulowania się procesów, które w konsekwencji zakłócają alokację kapitału oraz przebieg płatności w gospodarce.
J. Fidrmuc, F. Schardax, <i>Increasing Integration of Applicant Countries into International Financial Markets: Implications for Financial and Monetary Stability</i> , BIC Conference Papers, No. 8, Basle 2000, s. 92	Stabilność finansowa to brak (nieobecność) kryzysów finansowych.
G. J. Schinasi, <i>Safeguarding Financial Stability, Theory and Practice</i> , International Monetary Fund, Washington 2005.	Stabilność finansowa ma miejsce wówczas, gdy system jest zdolny satysfakcjonująco wypełniać jednocześnie trzy swoje podstawowe funkcje: 1) efektywnie i sprawnie dokonywać alokacji środków od oszczędzających do inwestorów, 2) prawidłowo wyceniać ryzyko finansowe (również w perspektywie czasu) i relatywnie dobrze nim zarządzać, 3) łagodnie absorbować szoki realne i finansowe.
H. Crockett, <i>Theory and Practice of Financial Stability</i> , w: <i>Essays in International Finance</i> , No. 203, Princeton 1997, s. 2	Stabilność finansowa to stan, w którym działalność gospodarcza nie jest zakłócana przez zmiany cen aktywów ani przez problemy instytucji finansowych w wywiązywaniu się z ich zobowiązań.
<i>Zarządzanie wartością instytucji finansowej na integrującym się rynku finansowym – rola rady nadzorczej I zarządu</i> , Gdańska Akademia Bankowa, Gdańsk, 27-28 maja 2003.	Stabilność oznacza, że system finansowy jako całość nie wykazuje cech trwałej utraty płynności i/lub niewypłacalności, tj. instytucje finansowe są w stanie prowadzić nieprzerwaną działalność, a transakcje instrumentami finansowymi są realizowane w sposób ciągły.
J. C. Trichet, <i>Introductory Remarks</i> , w: <i>Independence and Accountability. Developments in Central Banking</i> , Banque de France – Bicentennial Symposium, Paris, May 2000, s. 195-200.	Stabilność finansowa to zdrowa sytuacja oraz harmonijne współdziałanie rozmaitych instytucji finansowych w połączeniu z bezpiecznym i przewidywalnym funkcjonowaniem rynków pieniężnych.

cd. tab. 3

<p><i>Przegląd stabilności systemu finansowego, I półrocze 2007 roku, Narodowy Bank Polski, 2007.</i></p>	<p>Stabilność systemu finansowego to stan, w którym system finansowy pełni wszystkie swoje funkcje w sposób ciągły i efektywny, nawet w przypadku wystąpienia nieoczekiwanych i niekorzystnych zaburzeń w znacznej skali.</p>
<p>J. K. Solarz, <i>Międzynarodowy system finansowy. Analiza instytucjonalno-porównawcza</i>, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2001, s. 183-184.</p>	<p>Stabilność finansowa to stan dynamicznej i trwałej równowagi na powiązanych ze sobą rynkach finansowych. Wyróżniamy:</p> <ul style="list-style-type: none"> – stabilność bieżącą – wyznaczającą akceptowalny zakres zmian stanów na poszczególnych rynkach oraz – stabilność przyszłą (perspektywiczną) – odnoszącą się do braku istotnych słabości, mogącą uniemożliwić właściwą i terminową reakcję instytucji pośrednictwa finansowego na szoki asymetryczne.

Źródło: opracowanie własne.

mechanizmowi wewnętrznych dostosowań, które zapobiegają przekształcaniu się szoków lub zagrożeń w kryzys finansowy. Definicje te wskazują także na konieczność szerokiego spojrzenia na system finansowy. Podkreśla się, że stabilność systemu finansowego nie wyklucza występowania problemów w pojedynczych instytucjach, zmian cen aktywów czy nawet upadku instytucji finansowej (np. banku), pod warunkiem że nie przekładają się one na funkcjonowanie całego systemu finansowego. Nie zawsze też brak stabilności należy utożsamiać z kryzysem, gdyż nie zawsze niestabilność wywołuje kryzys. Dlatego też nie jest zadaniem banku centralnego i innych instytucji odpowiedzialnych za stabilność systemu finansowego bezwzględne wspieranie wszystkich banków komercyjnych na zasadach dyskrecjonalnych. Jak wynika z dalszej części opracowania, wystawiałoby to je na pokusę nadużycia i stanowiło poważne zagrożenie dla stabilności finansowej. Celem jest natomiast ochrona i utrzymanie zaufania do całego systemu finansowego¹⁸. Dlatego też działania antykryzysowe znajdują uzasadnienie przede wszystkim wtedy, gdy mają zapobiec rozprzestrzenianiu się kryzysu na cały system finansowy lub gdy bank utracił płynność na skutek nieprzewidywalnego zdarzenia losowego¹⁹.

Niezależnie od różnic definicyjnych, istnieje powszechna zgoda co do tego, że stabilność systemu finansowego stanowi fundamentalny warunek funkcjonowania gospodarki każdego kraju. Stabilność finansowa tworzy podstawy do racjonalnych decyzji o alokacji kapitału, a przez to sprzyja procesom

¹⁸ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *Instytucjonalne uwarunkowania...*, s. 8-9.

¹⁹ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 179, 2004.

inwestycyjnym i oszczędzaniu. Z kolei brak pewnego i bezpiecznego systemu finansowego wiąże się z niepewnością i ryzykiem, zniechęca do zawierania długookresowych umów oraz uniemożliwia właściwe funkcjonowanie instytucji pośrednictwa finansowego²⁰. Konsekwencje kryzysu finansowego ponoszą nie tylko podmioty bezpośrednio związane z instytucją finansową, której ów kryzys dotknął (czyli tzw. *stakeholders* – interesariusze, tj. akcjonariusze, deponenci, wierzyciele i dłużnicy), lecz całe społeczeństwo, ze względu na koszty fiskalne kryzysu oraz spowolnienie wzrostu gospodarczego, obniżające dobrobyt społeczny. Z kolei z korzyści wynikających ze stabilnego systemu finansowego korzystają wszyscy bez wyjątku uczestnicy życia gospodarczego, nie ograniczając sobie wzajemnie dostępu do owych korzyści i nie powodując jednocześnie kosztów u innych z tytułu korzystania z dobrodziejstw stabilnego systemu finansowego. Skoro zatem stabilność finansowa leży w interesie wszystkich uczestników życia gospodarczego, należy ją traktować jako dobro publiczne²¹.

IV. BANK CENTRALNY A STABILNOŚĆ FINANSOWA

Patrząc z perspektywy historycznej, nietrudno zauważyć, że banki centralne od początku swojego istnienia zaangażowane były w działania na rzecz wspierania stabilności systemu finansowego. Najstarsze banki centralne, np. Bank Anglii czy Bank Francji, zostały ustanowione przez rządy w celu obsługi potrzeb finansowych państwa związanymi z wydatkami wojennymi²². Gromadząc i przechowując dochody z podatków oraz realizując wydatki publiczne, każdy z nich stał się „bankiem państwa”. Wraz z otrzymaniem monopolu na emisję banknotów banki centralne uzyskały pozycję uprzywilejowaną wobec innych banków. Systemy bankowe w krajach Europy do drugiej połowy XIX w. charakteryzowały się bowiem znacznym rozdrobnieniem i składały z wielu małych, lokalnych i często słabych ekonomicznie banków²³. W takich warunkach tylko bank emisyjny mógł zapewnić wystarczającą podaż banknotów, zapobiegając niedoborom płynności w bankach komercyjnych.

O ile jednak w Europie model banku centralnego posiadającego wyłączność na emisję banknotów przyjął się już w XIX w., o tyle w Stanach Zjednoczonych dopiero masowe bankructwa banków po recesji z 1907 r. zmusiły Kongres do ustanowienia w 1913 r. Systemu Rezerwy Federalnej (Fed) w celu przywrócenia oraz utrzymania stabilności systemu finansowego. W XIX w. na obszarze Stanów Zjednoczonych funkcjonował system, w którym każdy bank emitował

²⁰ M. Kiedrowska, P. Marszałek, *Stabilność finansowa – pojęcie, cechy i sposoby jej zapewnienia*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 3.

²¹ O. Szczepańska, op. cit., s. 40.

²² P. Sotomska-Krzysztofik, O. Szczepańska, *Przejrzystość banków centralnych we wspieraniu stabilności finansowej*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 11-12.

²³ C. Goodhart, *Financial Supervision from an Historical Perspective: Was the Development of Such Supervision Designed or Largely Accidental?*, Proceedings of the conference „The Structure of Financial Regulation”, Bank of Finland and The Cass Business School, Helsinki, 2-3 September 2004 (www.bof.fi/eng/7-tutkimus/GoodhartPaper.pdf).

własne banknoty, które – w zależności od wiarygodności kredytowej emitenta – miały jednakową wartość nominalną, ale różną wartość realną. Konieczne było ustalenie ich „kursu wymiany”: te same dobra posiadały kilka różnych cen, co musiało stanowić spore utrudnienie zarówno dla sprzedających, jak i kupujących, a cały proces kupna-sprzedazy czynić wysoce nieefektywnym. Problem ze stabilnością pojawiał się, gdy banki komercyjne – jako instytucje nastawione na maksymalizację zysku – ulegały pokusie emitowania większej ilości banknotów, niż pozwalały im na to posiadane zasoby złota, srebra czy obligacji rządowych. Wówczas systemem finansowym wstrząsały częste kryzysy, a zaufanie doń podmiotów gospodarczych było regularnie wystawiane na próbę²⁴. W takich warunkach odbudowanie i utrzymanie stabilności systemu finansowego poprzez odbudowanie zaufania podmiotów do waluty i instytucji finansowych stanowiło istotny argument przemawiający na korzyść powołania banku centralnego.

Początki bankowości centralnej zazwyczaj łączy się z okresem, gdy podjęły się one pełnienia funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji (*lender-of-last-resort*, dziś określanej często jako awaryjne wsparcie płynnościowe – *emergency liquidity support*). Twierdzi się, że było to równoznaczne z uznaniem przez nie odpowiedzialności za stabilność całego systemu finansowego.

Z perspektywy banków centralnych utrzymanie stabilności systemu finansowego jest szczególnie istotne ze względu na jej bliski związek z podstawowym zadaniem banku centralnego – utrzymaniem stabilności cen. Jak bowiem wspomniano we wcześniejszej części opracowania, system finansowy odgrywa kluczową rolę w transmisji impulsów monetarnych do sfery realnej, a jego niestabilność może utrudnić skuteczne prowadzenie polityki pieniężnej. Ekonomisci są zgodni co do tego, że stabilność finansowa jest ściśle związana ze stabilnością cen, a obydwa te cele wzajemnie się nie wykluczają. W literaturze wskazuje się, że mimo iż w krótkim okresie obydwie kategorie mogą stanowić cele konkurencyjne, to w długim okresie wzajemnie się uzupełniają. Nie ma wątpliwości, że zakłócenia w systemie finansowym znacznie utrudniają zachowanie stabilnego poziomu cen. Z kolei stabilność cen wpływa korzystnie na stabilność finansową. Podkreśla się jednak, że – choć zarówno inflacja, jak i deflacja stanowią zjawiska niekorzystne z punktu widzenia stabilności finansowej – to sama stabilność cen jest warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym dla osiągnięcia stabilności systemu finansowego²⁵. Problemy sektora bankowego Japonii w latach 90., czy w Stanach Zjednoczonych na początku lat 90. XX w. i od 2007 r., narastające w środowisku niskiej inflacji, są tego najlepszym przykładem.

Drugą przesłanką zaangażowania banku centralnego w prace na rzecz stabilnego funkcjonowania systemu finansowego bywa powierzanie mu nadzoru nad systemowo ważnymi systemami płatniczymi, a jednym z warunków

²⁴ T. Padoa-Schioppa, *Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between*, The Transformation of The European Financial System – Policy Panel Introductory Paper, Second ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main, 24-25 October 2002.

²⁵ T. Padoa-Schioppa, *Central Banks and Financial Stability*, European Central Bank, Speech in Jakarta, July 2003 (<http://www.ecb.int./press/key/date/2003/html/sp030707.en.html>).

sprawnego działania systemów płatniczych jest bezpieczeństwo współtworzących je instytucji finansowych.

Utrzymanie stabilności systemu bankowego ma szczególne znaczenie dla zachowania stabilności systemu finansowego (i to bez względu na to, czy system jest zorientowany bankowo – tzw. europejski lub kontynentalny, czy też rynkowo – tzw. anglo-amerykański) ze względu na rolę, jaką banki odgrywają w finansowaniu gospodarki i w rozliczeniach płatniczych, oraz na zakres transformacji ryzyka w bankach na rzecz innych podmiotów.

Nie bez powodu mówi się bowiem o systemie bankowym, ale nie o systemach przemysłu hutniczym, odzieżowym czy choćby w sektorze ubezpieczeń. Dzieje się tak dlatego, że banki łączą powiązania systemu płatniczego, w którym krąży jeden powszechnie uznany środek płatniczy. Jednocześnie wspólny system płatniczy łączy wszystkich jego uczestników w sieć wzajemnych powiązań, co stanowi potencjalny (a jednocześnie najpoważniejszy) kanał przenoszenia ryzyka. Załamanie w systemie płatniczym powoduje bezpośrednio negatywne konsekwencje dla przebiegu płatności i handlu, a jeśli utrzymuje się przez dłuższy czas – może w sposób katastrofalny wpłynąć na gospodarkę wskutek spadku zaufania podmiotów do instytucji finansowych oraz pieniądza²⁶. Ponadto funkcją banków jest zapewnienie płynności reszcie sektora finansowego oraz całej gospodarce, w realizacji czego polegają całkowicie na banku centralnym. Wreszcie zaufanie do jednej wspólnej waluty i polityki banku centralnego łączy wszystkie podmioty gospodarujące na obszarze oddziaływań tego banku i te same waluty. Rynek finansowy może charakteryzować się mniejszą czy większą segmentacją, w przypadku wystąpienia jednak problemów z płynnością w któryś z jego segmentów, to właśnie bank centralny jest instytucją, od której oczekiwane będzie podjęcie odpowiednich działań. Zatem funkcjonowanie jednej wspólnej waluty oraz instytucji banku centralnego decyduje o tym, dlaczego system bankowy określany jest właśnie mianem systemu²⁷.

Wracając do roli banku centralnego, należy zauważyć, że choć nadrzędnym i ostatecznym celem polityki banków centralnych na świecie jest dbałość o stabilność cen i stabilność systemu finansowego, to jednak tylko to pierwsze znajduje potwierdzenie w ich statutach, odpowiednich zapisach ustawy o banku centralnym czy nawet konstytucjach. Cel wspierania stabilności finansowej zapisany *explicite* w ustawie o banku centralnym lub innym oficjalnym dokumencie prawnym mają tylko niektóre banki centralne na świecie²⁸. Wkład banku centralnego w sprawne funkcjonowanie systemu finansowego wynika raczej z rozszerzonej interpretacji zapisu o jego działaniu na rzecz efektywności i bezpieczeństwa systemu płatniczego, będącego najważniejszym elementem infrastruktury rynków finansowych. Bezpieczeństwo i efektywność działania

²⁶ X. Freixas, C. Giannini, G. Hoggarth, F. Soussa, *Lender of Last Resort: What Have We Learnt since Bagehot?*, „Journal of Financial Services Research” 18, 2000, s. 63-84.

²⁷ T. Padoa-Schioppa, op. cit., s. 7.

²⁸ W krajach UE zapis taki posiada siedem banków centralnych: Bank Anglii, Narodowy Bank Belgii, Bank Finlandii, Bank Hiszpanii, Bank Holandii, Bank Irlandii, Bank Portugalii, Narodowy Bank Węgier. Więcej: O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, A. Pawlikowski, *Instytucjonalne uwarunkowania...*, passim.

systemu płatniczego – na co wskazano wyżej – stanowi z kolei podstawowy warunek bezpieczeństwa systemu finansowego²⁹.

W literaturze przedmiotu można spotkać się z poglądem, że skoro banki centralne – pomimo braku sformułowanej wprost podstawy prawnej – angażują się w działania służące stabilności systemu finansowej, istnieje potrzeba stworzenia odpowiednich zapisów prawnych, aby uzasadnić udział banku centralnego w zarządzaniu sytuacją kryzysową w systemie finansowym. Wyraźne bowiem upoważnienie w formie zapisów prawnych stwarza bankom centralnym bardziej sprzyjające warunki działania i usprawnia komunikację ich decyzji z rynkami finansowymi, innymi instytucjami siatki bezpieczeństwa oraz ze społeczeństwem³⁰.

V. SIEĆ BEZPIECZEŃSTWA FINANSOWEGO (*SAFETY NET*)

Stabilność systemu finansowego oraz stabilność cen to dwa najważniejsze cele banków centralnych na świecie. O ile jednak w kwestii osiągnięcia stabilności cen banki centralne mogą poszczycić się dużymi sukcesami (zwłaszcza od czasu przyjęcia przez niektóre z nich strategii BCI), o tyle problem stabilności finansowej jest już bardziej złożony. Dbałość o stabilność systemu finansowego jest zadaniem wielowymiarowym, którego trudność potęguje fakt, że nie powstał dotychczas model (np. na wzór modeli do prognozowania inflacji), który umożliwiłby prognozowanie stabilności, jej pomiar, czy też ocenę wykonania przyjętego celu. Jeżeli przyjmiemy, że stabilna gospodarka to taka, która spełnia większość kryteriów zawartych w tabeli 4, to łatwo zauważyć, że wiele z nich dotyczy obszarów funkcjonowania gospodarki, które leżą poza zasięgiem oddziaływania banku centralnego. Dlatego też wspieranie i ochrona stabilności finansowej to zadanie, które wymaga zaangażowania wielu instytucji publicznych i prywatnych na różnych etapach rozwoju sytuacji w systemie finansowym. Bank centralny dzieli więc odpowiedzialność za utrzymanie stabilności finansowej z instytucjami, należącymi do tzw. siatki bezpieczeństwa (*safety net*). W większości krajów siatkę bezpieczeństwa tworzą:

– bank centralny – jako pożyczkodawca ostatniej instancji (*lender-of-last resort*),

– instytucje nadzoru nad systemem finansowym,

– system gwarantowania depozytów,

– rząd – jako dysponent publicznych funduszy w przypadku potrzeby nadzwyczajnego wsparcia finansowego (choć jego zaangażowanie zwykle nie przyjmuje postaci sformalizowanej)³¹.

W działania na rzecz wspierania stabilności systemu finansowego – oprócz wspomnianych podmiotów publicznych – zaangażowane są również rozwiązania rynkowe. Mają one na celu wzmocnienie dyscypliny rynkowej i polegają m.in.

²⁹ Ibidem, s. 9.

³⁰ O. Szczepańska, op. cit., s. 72.

³¹ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *Instytucjonalne uwarunkowania...*, s. 6.

Tabela 4

Wybrane wskaźniki stabilności finansowej

Wskaźniki	Wartości progowe/tendencje
Skala makro	
Inflacja	< 5%
Deficyt budżetowy/PKB	< 2%
Dług publiczny/PKB	< 50%
Deficyt rachunku obrotów bieżących	< 5% PKB
Przepływy krótkoterminowe	< 50% deficytu rachunku obrotów bieżących
Napływ kapitału/PKB	< 5%
Stosunek zadłużenia krótkoterminowego do rezerw walutowych	< 1%
Skala mikro	
Udział zadłużenia sektora prywatnego w PKB	< 100%
Realny wzrost zadłużenia sektora prywatnego	< 20%
Opłacalność inwestycji	wyższa od kosztów kredytów
Przeciętne pokrycie złych długów tworzonymi na nie rezerwami	rosnące
Przeciętny wskaźnik adekwatności kapitałowej banków	> 8%
Przeciętny wskaźnik zwrotu z aktywów instytucji finansowych	wysoki i rosnący
Kapitalizacja giełdy (w % PKB)	zrównoważone zmiany

Źródło: M. Kiedrowska, P. Marszałek, op. cit., s. 5.

na podejmowaniu przez podmioty prywatne działań ograniczających ryzyko w systemie finansowym lub służących rynkowemu rozwiązaniu kryzysu (przykład: prywatne fundusze gwarantowania depozytów lub prywatne limity wyznaczone przez poszczególne banki na kwoty pożyczek międzybankowych)³².

Potrzeba stworzenia siatki bezpieczeństwa zrodziła się z faktu, że rynek i mechanizmy nim rządzące, które teoretycznie winny być najlepszym gwarantem efektywności i racjonalności zachowań podmiotów na nim operujących, nie zawsze są w stanie zapewnić stabilność systemu finansowego ze względu na występujące na nim niedoskonałości. Wśród przyczyn owych niedoskonałości rynku podaje się:

³² O. Szczepańska, op. cit., s. 50.

– specyfikę działalności prowadzonej przez instytucje finansowe (np. specyficzną strukturę terminową bilansów (zwłaszcza banków), niski udział kapitału własnego w bilansie instytucji finansowych, itp.);

– istnienie tzw. ryzyka systemowego występującego na rynku finansowym. Ryzyko systemowe przejawia się tym, że kryzys jednej instytucji może łatwo przenieść się na innych uczestników rynku i poważnie zakłócić funkcjonowanie całego systemu. Do potencjalnych kanałów przenoszenia się zagrożeń o charakterze systemowym należą: masowe wycofywanie depozytów, pożyczki międzybankowe, koncentracja sektorowa, wzrost znaczenia transakcji instrumentami pochodnymi itd.³³ Istnienie ryzyka systemowego sprawia, że – jak wyjaśniono wyżej – system finansowy różni się od innych sektorów gospodarki pod względem korzyści wynikających z działania sił rynkowych;

– istnienie asymetrii informacji³⁴, która zakłóca sprawne funkcjonowanie rynków poprzez wywoływanie dwóch niekorzystnych zjawisk: negatywnej selekcji (*adverse selection*) i ryzyka nadużycia (*moral hazard*). One z kolei powodują, że w określonych warunkach rynki – mając trudności z odróżnieniem dobrych i złych kredytobiorców – decydują się na racjonowanie kredytów nawet wobec dobrych kredytobiorców, co zwiększa ryzyko utraty atrakcyjnych (i bezpiecznych) możliwości inwestycyjnych.

Wśród czynników zagrażających stabilności systemu finansowego nie sposób pominąć proces integracji rynków finansowych, który zbiegł się z ogólnoswiatową tendencją do globalizacji i zwiększenia znaczenia sekurytyzacji, stymulowanych przez liberalizację międzynarodowych przepływów kapitałowych, deregulację, rozwój informatyki i telekomunikacji³⁵. Mówiąc o integracji rynków finansowych, mamy na myśli:

- integrację transgraniczną,
- integrację międzysektorową.

Integracja transgraniczna umożliwia swobodny przepływ kapitału i usług finansowych między poszczególnymi krajami. Jej praktycznymi przejawami mogą być: funkcjonowanie oddziałów banku poza granicami kraju, w którym otrzymał licencję, silnie zintegrowany rynek międzybankowy, czy też możliwość nabywania akcji na rynkach zagranicznych przez fundusze inwestycyjne³⁶. Z kolei przykładem integracji międzysektorowej może być powstawanie konglomeratów finansowych³⁷ (które – na skutek fuzji i przejęć

³³ Więcej: O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, A. Pawlikowski, *Instytucjonalne uwarunkowania...*

³⁴ Asymetria informacji to zjawisko polegające na tym, że jeden podmiot (np. kredytodawca) nie wie wystarczająco dużo o podmiocie, z którym zawiera transakcję (tu: kredytobiorcy), bądź o ryzyku inwestycyjnym, związanym z przedsięwzięciem, na które ów podmiot stara się od niego zdobyć środki finansowe.

³⁵ M. Iwanicz-Drozdowska, *Integracja rynków finansowych – jej rodzaje i znaczenie*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 1, s. 4.

³⁶ *Ibidem*, s. 12.

³⁷ Konglomeraty finansowe (zw. też holdingami, koncernami, grupami kapitałowymi) to skomplikowane organizacje gospodarcze, będące wynikiem fuzji i przejęć pomiędzy instytucjami finansowymi z różnych segmentów rynku finansowego z różnych krajów. Relacja ich aktywów do PKB, często przekracza 50% (a bywa, że i 100%) PKB kraju, w którym znajduje się nadzorca. Źródło: M. Iwanicz-Drozdowska, *Konglomeraty finansowe*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 6, s. 13.

transgranicznych – również mają w większości charakter międzynarodowy). Choć integracja niesie ze sobą szereg niezaprzeczalnych korzyści (zdynamizowanie wzrostu PKB, obniżenie kosztów transakcyjnych, łatwiejszy dostęp do finansowania, który powinien przyczynić się do pobudzenia inwestycji a przez to i rozwoju gospodarczego, poprawa ryzyka kredytowego, wzrost konkurencji³⁸), to niesie ze sobą także zagrożenia, których – niestety – mamy okazję doświadczyć. Należy do nich efekt zarażania (*contagion effect*). Można go rozpatrywać w kontekście dwóch rodzajów szoków:

- szoków makro – wynikających z załamania koniunktury gospodarczej lub czynników takich jak: stopy procentowe, kursy walutowe czy załamanie na rynku akcji,

- szoków mikro – przenoszonych poprzez kanał informacyjny lub wzajemne ekspozycje na rynku bankowym lub w systemie płatniczym, które mogą wywołać tzw. efekt domina³⁹.

Integracja rynków finansowych stanowi olbrzymie wyzwanie dla instytucji nadzoru finansowego. Różne rozwiązania przyjęte w zakresie nadzoru nad działalnością oddziałów banków, bądź też systemów gwarantowania depozytów, a przede wszystkim olbrzymia skala transgranicznych przepływów kapitałowych wymagają dobrej współpracy i sprawnej wymiany informacji pomiędzy różnymi instytucjami zaangażowanymi w proces wspierania stabilności systemu finansowego na szczeblu międzynarodowym (organami nadzoru, bankami centralnymi, ministerstwami finansów).

Kolejną trudnością związaną z prowadzeniem polityki wspierania stabilności finansowej jest konieczność zachowania odpowiednich proporcji pomiędzy dążeniem do wzrostu efektywności systemu a dążeniem do zachowania jego stabilności. System finansowy nie może stanowić bariery dla rozwoju gospodarczego. Im więcej mechanizmów ochronnych stworzą władze, tym mniejsze ryzyko będą podejmować podmioty i system stanie się mniej efektywny⁴⁰. Nadmierny zakres regulacji niekorzystnie wpływa na kształtowanie się konkurencji na rynku usług finansowych, a tym samym na ich dostępność i cenę rynkową, co jest sprzeczne z interesem klientów⁴¹. Z drugiej strony, to właśnie postępująca globalizacja, deregulacja i liberalizacja rynków finansowych, w połączeniu z niespotykanym dotąd wzrostem wolumenu obrotów kapitałowych oraz pogłębieniem rynków finansowych, stały się przyczyną ich olbrzymiej wrażliwości i chwiejności. Optymalny kształt reżimów regulacyjnych jest wynikiem wzajemnego oddziaływania interesu publicznego (stabilność) oraz prywatnego banków (efektywność), przy czym żaden z nich nie powinien dominować⁴². Znalezienie właściwych proporcji między pełną regulacją a całkowitą deregulacją sektora finansowego stanowi jedno z najtrudniejszych wyzwań polityki publicznej.

³⁸ Ibidem, s. 15.

³⁹ Ibidem, s. 16.

⁴⁰ O. Szczepańska, op. cit., s. 36.

⁴¹ W. Baka, *Bankowość centralna*, PWN, Warszawa 2005, s. 42.

⁴² E. Miklaszewska, *Deregulacja rynków finansowych a zmiany w strategiach banków komercyjnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2004, s. 9.

VI. INSTRUMENTY BANKU CENTRALNEGO A STABILNOŚĆ SYSTEMU⁴³

Proces wspierania stabilności systemu finansowego obejmuje dwa etapy:

- etap zapobiegania kryzysom (*crisis prevention*),
- etap zarządzania i rozwiązywanie kryzysu (*crisis management*).

Zapobieganie kryzysom obejmuje rozwiązania regulacyjne i instytucjonalne, określające podstawowe reguły gry rynkowej, chroniące podmioty przed nadmiernym ryzykiem, a także działania polegające na monitoringu, ocenie i wczesnej identyfikacji potencjalnych zagrożeń, aby móc wcześniej naprawić nieprawidłowości i zapobiec ich nasilaniu się w przyszłości⁴⁴. Natomiast etap zarządzania i rozwiązywania kryzysu dotyczy działań mających na celu sprawne rozwiązanie sytuacji kryzysowej, aby maksymalnie ograniczyć skutki i koszty kryzysu.

Działając w imieniu państwa, banki centralne prowadzą politykę pieniężną polegającą na wyborze i realizacji pieniężnych celów makroekonomicznych, poprzez regulowanie podaży pieniądza i popytu na pieniądź⁴⁵. Nie mając bezpośredniego wpływu na przypisany im ustawowo cel finalny (którym – jak już kilkakrotnie wspomniano – jest najczęściej utrzymanie stabilnego pieniądza), banki centralne starają się wpływać na stopień jego realizacji poprzez osiąganie określonych celów pośrednich. Kontrolę parametru przyjętego za cel pośredni umożliwia natomiast wyznaczenie celów na płaszczyźnie operacyjnej, które osiąga się dzięki uruchomieniu odpowiednich instrumentów polityki pieniężnej⁴⁶. Podejście takie jest charakterystyczne dla strategii tradycyjnych. Z kolei strategii wieloparametrycznej charakteryzuje brak celów pośrednich (za wyjątkiem prognozy inflacji, która może być celem pośrednim w strategii BCI), realizację celu finalnego zaś zapewnia dostosowywanie poziomu instrumentu podstawowego (zazwyczaj stopy procentowej) do sytuacji gospodarczej⁴⁷.

Narzędziami polityki pieniężnej określa się instrumenty pieniężnej polityki procesowej, które mają prowadzić do realizacji celu nadrzędnego władz monetarnych. Wybór odpowiedniego zestawu instrumentów zależy od wielu czynników, wśród których należy wymienić⁴⁸:

- wybrane cele polityki pieniężnej i strategię ich realizacji,
- sytuację gospodarczą kraju,

⁴³ Autorka ograniczyła się do wymienienia instrumentów polityki pieniężnej, gdyż szczegółowy ich opis (np. ewolucji ich funkcji) czy charakterystyka sposobu oddziaływania poszczególnych instrumentów na rynki finansowe, wykraczają poza ramy niniejszego opracowania. Więcej o instrumentach polityki pieniężnej, w: *Współczesna polityka pieniężna*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2008, s. 100-161.

⁴⁴ J. Osiński, *Stabilność finansowa w Polsce – aspekty systemowe*, „Polski system bankowy. Stan i perspektywy od A do Z”, „Bank i Kredyt” 2005, nr 11-12.

⁴⁵ *Polityka pieniężna. Cele, strategie i instrumenty*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002, s. 5.

⁴⁶ *Współczesna polityka...*, s. 100.

⁴⁷ *Ibidem*, s. 100.

⁴⁸ H. Gronkiewicz-Waltz, *Bank centralny – od gospodarki planowej do rynkowej*, Olympus, Warszawa 1994, s. 96.

- kształt doraźnej polityki pieniężnej (ekspansywna czy restrykcyjna),
- stadium rozwoju rynku pieniężnego.

W literaturze przedmiotu można spotkać różnorodną klasyfikację instrumentów operacyjnych polityki pieniężnej. Zdarza się jednak, że poszczególne narzędzia spełniają kilka kryteriów jednocześnie, gdyż poszczególne kategorie instrumentów wzajemnie się przenikają. I tak na przykład rezerwa obowiązkowa będzie instrumentem kontroli ogólnej, gdy zostanie zastosowana w jednakowej formie w stosunku do wszystkich banków, jeśli jednak jej stawki będą różne dla różnych typów banków, stanie się instrumentem kontroli selektywnej. Ponadto funkcje rezerwy – instrumentu o charakterze administracyjnym – od lat ewoluują, nabierając charakteru rynkowego (od ostrożnościowej do ograniczania zmienności stóp rynku międzybankowego), odpowiednia zaś parametryzacja tego instrumentu sprawia, że spada jego uciążliwość dla banków komercyjnych (ograniczanie stóp instrumentów wprowadzanie oprocentowania).

Podział instrumentów polityki pieniężnej przedstawia tabela 5.

Tabela 5

Podział instrumentów polityki pieniężnej

Kryteria podziału instrumentów	Typ instrumentu
Sposób oddziaływania banku centralnego	Instrumenty oddziaływania bezpośredniego
	Instrumenty oddziaływania pośredniego
Pozycja przyjmowana przez bank centralny wobec banków komercyjnych	Środki oddziaływania administracyjnego
	Środki oddziaływania rynkowego
Typ instrumentu	Instrumenty kontroli ilościowej
	Instrumenty kontroli jakościowej
Obszar oddziaływania instrumentów	Środki o zasięgu ogólnym
	Środki działające selektywnie

Źródło: *Współczesna polityka...*, s. 102.

Sposób oddziaływania banku centralnego na system bankowy dzieli instrumenty polityki pieniężnej na⁴⁹:

- instrumenty kontroli bezpośredniej, tj. takie, które w sposób bezpośredni wpływają na poziom cen instrumentów finansowych (np. narzucony poziom stóp procentowych) lub na stopień zaangażowania instytucji finansowych w transakcje (narzucony wolumen depozytów lub kredytów),

- instrumenty kontroli pośredniej, tzn. takie, które oddziałują na zachowania instytucji finansowych poprzez zmianę w bilansie banku centralnego lub wpływ na cenę pieniądza banku centralnego.

⁴⁹ *Współczesna polityka...*, s. 102-108.

Wykorzystując do klasyfikacji kryterium możliwości zakłócania (wyłączenia lub ograniczenia) przez instrument funkcjonowania mechanizmu rynkowego (a więc pozycji banku centralnego względem banków komercyjnych), można wyróżnić⁵⁰:

– instrumenty oddziaływania administracyjnego (dyryżystyczne), które stawiają bank centralny w pozycji uprzywilejowanej względem banków komercyjnych: bank centralny wykorzystuje swoje uprawnienia jako organu państwa do odgórnego narzucania bankom i innym podmiotom swoich decyzji w formie aktów prawnych (co powoduje przede wszystkim zmiany w bilansach banków komercyjnych),

– instrumenty rynkowe, których wykorzystanie stawia bank centralny w pozycji równorzędnej w stosunku do banków komercyjnych, przez co działanie mechanizmów rynkowych zostaje niezachwiane, zmiany zaś w bilansach dotyczą zarówno banku centralnego, jak i banków komercyjnych.

Należy podkreślić, że począwszy od lat siedemdziesiątych banki centralne na świecie rozpoczęły proces odchodzenia od praktyki stosowania instrumentów dyryżystycznych na rzecz instrumentów rynkowych, co związane jest z liberalizacją rynków finansowych – jednym z głównych jej powodów jest zapewnienie efektywnej alokacji oszczędności i kredytu w gospodarce, a w obszarze polityki pieniężnej przekłada się to na odchodzenie od instrumentów bezpośrednich na rzecz pośrednich⁵¹. Zestawienie głównych instrumentów polityki monetarnej podzielonych według tego kryterium przedstawia tabela 6.

Kontynuując klasyfikację instrumentów polityki pieniężnej, można dokonać podziału ze względu na typ instrumentu, co pozwala na wyróżnienie:

– instrumentów ilościowych, tj. narzędzi, których zadaniem jest zmiana wielkości obiegu pieniężnego, płynności systemu bankowego lub wielkości kredytu, czyli stopy procentowe stosowane przez bank centralny, system rezerw obowiązkowych, operacje otwartego rynku oraz pułapy kredytowe,

– instrumentów jakościowych, którymi są narzędzia wpływające na oprocentowanie, poziom stopy procentowej i strukturę oprocentowania oraz warunki udzielania kredytu przez system bankowy. Są to na przykład maksymalne terminy płatności kredytów, określanie celów, na jakie kredyty mogą być udzielane, wymagania formalne stawiane weksłom przyjmowanym do dyskonta, czy rodzaje papierów wartościowych, stanowiących przedmiot obrotu w operacjach otwartego rynku⁵².

Czwarte kryterium podziału instrumentów polityki monetarnej koncentruje się na obszarze ich oddziaływania, dzięki czemu wyróżnia się:

– środki o zasięgu ogólnym – oddziałujące jednakowo (z jednakowym natężeniem) na wszystkie banki komercyjne jednocześnie; należą do nich: polityka rezerw obowiązkowych, kredyty refinansowe i operacje otwartego rynku⁵³,

⁵⁰ M. Skopowski, M. Wiśniewski, *Współczesna polityka pieniężna – instrumenty*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007, s. 7-11.

⁵¹ *Współczesna polityka...*, s. 103.

⁵² *Ibidem*, s. 107.

⁵³ *Bankowość. Podręcznik akademicki*, red. W. Jaworski, Z. Zawadzka, Poltext, Warszawa 2001, s. 119.

Tabela 6

Bezpośrednie i pośrednie narzędzia polityki pieniężnej

Instrumenty bezpośrednie (dyryżystyczne)	
Kontrola stóp procentowych	Stosowana, gdy władze nie mogą osiągnąć zamierzonego poziomu stóp procentowych działaniami rynkowymi lub gdy długoterminowa stopa procentowa jest celem polityki monetarnej. Prowadzi do tego, że zasoby finansowe nie są alokowane zgodnie z mechanizmami cenowymi, następuje zamiana depozytów bankowych na aktywa przynoszące rynkowy dochód, unika się pośrednictwa lub szuka pośrednictwa niebankowego. Górne ograniczenia stóp sprawiają, że kredyty wydają się mniej kosztowne i zachęcają do nadmiernego wykorzystania kapitału.
Pułapy (plafony) kredytowe	Zapewniają efektywną kontrolę nad kredytami bankowymi, pozwalają zminimalizować utratę kontroli nad masą monetarną podczas przechodzenia do instrumentów pośrednich, gdy nie do końca znany jest mechanizm transmisji. Z drugiej strony wypaczają alokację zasobów, prowadzą do strat w efektywności i zniechęcają do pośrednictwa bankowego. Trudne do wprowadzenia przy dużej liczbie banków.
Ustawowe współczynniki płynności	Kreują przymusowy popyt na określone instrumenty (zwykle związane z pożyczkami rządowymi), redukując ich koszty dla emitenta. Jednocześnie wypaczają konkurencję, narzucając ograniczenia w zarządzaniu aktywami bankowymi. Zaburzają proces wyceny walorów i hamują rozwój rynku wtórnego. Sprzyjają rozluźnieniu dyscypliny budżetowej.
Kredyty bezpośrednie	Sposób na dystrybucję kredytów banku centralnego, stosowany głównie w celu finansowania konkretnego sektora. Proces alokacji takich kredytów charakteryzuje się znaczną dowolnością; możliwość złego wyboru, a tym samym nieoptymalnej alokacji kredytu.
Pułapy redyskontowe	Stabilizują międzybankowe stopy procentowe od dołu. Wykorzystywane do redyskonta papierów wybranych sektorów, dostarczają płynności wybranym bankom. Stopa dyskontowa poniżej rynkowej może hamować rozwój międzybankowego rynku pieniądza.
Instrumenty pośrednie (zgodne z rynkiem)	
Rezerwy obowiązkowe	Wywołują popyt na rezerwy, a zatem wzmacniają przewidywalność tego popytu, podwyższenie stopy rezerw może być dokonane w przypadku nadwyżkowej płynności banków lub w celu wywołania strukturalnych zmian w popycie na pieniądz rezerwowy. Postrzegane przez banki jako podatek nakładany na system bankowy, co może prowadzić do zwiększenia różnicy między stopą depozytową a oprocentowaniem kredytów. Dlatego funkcje rezerwy ewoluowały w kierunku stabilizacji stóp procentowych, co można uzyskać przy niskich wartościach rezerwy i jej oprocentowaniu.

cd. tab. 6

Okna redyskontowe	Publiczne ogłaszanie stopy redyskontowej jako kluczowej w polityce banku centralnego wzmacnia efekty sygnalizowania kierunku polityki. Początkowy wpływ na rynek jest wyższy niż przy operacjach otwartego rynku. Rodzi popyt na papiery wartościowe akceptowane do dyskonta. Użyteczność wzrasta, gdy na rynku brak papierów koniecznych do przeprowadzania operacji otwartego rynku. Niewygodne w przypadku, kiedy bank centralny musi celować w odpowiednią wielkość podaży pieniądza, bo banki podejmują operacje w ramach okna redyskontowego z własnej inicjatywy. Kryteria określające papiery, które można redyskontować i warunki dostępu do okna bywają używane jako selektywne instrumenty polityki pieniężnej.
Kredyty lombardowe lub zadłużenie w rachunku bieżącym	Zadłużenie krótkoterminowe kosztujące więcej niż jakiekolwiek alternatywne źródło środków. Kredyt lombardowy wymaga zwrócenia się do banku centralnego, kredyt w rachunku bieżącym (<i>overdraft</i>) przyznawany jest automatycznie. Wady podobne jak przy oknie redyskontowym. Stopa lombardowa bywa głównym sygnalizatorem zmian kierunku polityki monetarnej.
Depozyty banków w banku centralnym	Ułatwiają zarządzanie płynnością sektora bankowego. Pozwalają zminimalizować koszty alternatywne, powstałe, gdy banki nie mogą w inny, zyskowniejszy sposób zainwestować nadwyżkowej płynności. Ich oprocentowanie ustala bank centralny i stanowi ono najniższą możliwą do uzyskania na rynku stopę zwrotu z inwestycji.
Depozyty sektora publicznego	Możliwe do zastosowania, gdy znana (zaplanowana) jest wielkość dziennych ruchów środków rządowych z i do systemu bankowego. Przemieszczanie depozytów rządowych pomiędzy bankiem centralnym a bankami komercyjnymi może być kluczowym instrumentem niwelującym wpływ ruchów środków rządowych na krótkookresową płynność. Rozwiązanie nieprzejrzyste, powodujące hamowanie rozwoju wtórnego rynku papierów rządowych.
Aukcje kredytowe	Środek wyceny kredytów banku centralnego używany, gdy rynek nie jest w pełni rozwinięty i nie ma stopy rynku międzybankowego, która mogłaby służyć za punkt odniesienia. Ustala się stopę procentową służącą za taki punkt, jednocześnie alokując kredyty na warunkach rynkowych. Z drugiej strony bank centralny narażony jest na ryzyko kredytowe trudne do oszacowania, pojawia się problem negatywnej selekcji.

Sprzedaż na rynku pierwotnym papierów banku centralnego	Elastyczny instrument zarządzania płynnością krótkoterminową, gdyż inicjatywa jest po stronie banku centralnego, a wielość możliwych papierów i aukcji pozwala na dokładne sterowanie. Jeśli rząd nie zgadza się na zmienność stóp procentowych w przypadku aukcji swoich papierów, to własne walory gwarantują bankowi centralnemu operacyjną niezależność. W przypadku równoległego występowania na rynku papierów skarbowych i papierów banku centralnego konieczna jest koordynacja pomiędzy agentami emisji. Bank centralny może być narażony na straty, jeśli w celu sterylizacji płynności konieczna jest znaczna emisja.
Sprzedaż na rynku pierwotnym papierów skarbowych	Zarządzanie płynnością, podobne jak w przypadku sprzedaży papierów banku centralnego, o ile koordynacja działań między bankiem centralnym a rządem jest odpowiednia. Zachęca do dbania o dyscyplinę fiskalną w przypadku zakazania finansowania deficytu budżetowego przez bank centralny. Zarządzanie długiem może stać w konflikcie z celami monetarnymi, gdy skarb państwa tak przeprowadza aukcje, by cena pozyskanych środków była poniżej rynkowej. Jeżeli zarządzanie podażą pieniądza opiera się na rynku pierwotnym, częste aukcje mogą hamować rozwój rynku wtórnego.
Swapy walutowe, bezwarunkowe operacje sprzedaży i zakupu walut	W przypadku dobrze rozwiniętego rynku walutowego i przy nieaktywnym rynku papierów skarbowych swapy mogą stanowić substytut operacji repo na papierach rządowych. Transakcje walutowe outright (sprzedaży i kupna) mogą być użyteczne, gdy rynek walutowy jest bardziej rozwinięty niż pieniężny. Bank centralny może ponosić straty, jeśli operacje na walutach przeprowadzane są w celu zmiany kursu walutowego, ocenianego jako niekorzystny.
Rynek wtórny – warunkowe i bezwarunkowe operacje sprzedaży i zakupu	Mogą być przeprowadzane w systemie ciągłym oraz przy wykorzystaniu różnorodnych papierów wartościowych akceptowanych jako zabezpieczenie, stąd ich znaczna elastyczność. Przejrzyste, wpływają na rozwój rynku. Znajdują natychmiastowy oddźwięk na rynku pieniężnym. Możliwe do przeprowadzania przy płynnym i głębokim rynku. Bank centralny musi być w posiadaniu odpowiedniej ilości papierów, będących przedmiotem obrotu.

– środki działające selektywnie – w sytuacji gdy instrumenty polityki pieniężnej stosowane są w tym samym czasie z odmienną intensywnością w odniesieniu do różnych grup podmiotów. Takie różnicowanie może być przeprowadzone według regionów, rodzajów kredytów, typu i wielkości banku lub obywatelstwa⁵⁴.

W rzeczywistości nie wszystkie instrumenty polityki pieniężnej są przez banki centralne wykorzystywane bądź też im dostępne. Zasób dostępnych instrumentów jest zwykle określony w odpowiednich aktach prawnych regulujących działalność banku centralnego w danym kraju⁵⁵. W Polsce instrumentarium Narodowego Banku Polskiego określa ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (tekst jedn.: Dz. U. 2005, Nr 1, poz. 2, rozdział 6), na mocy której NBP ma do dyspozycji następujący zestaw instrumentów:

- rezerwa obowiązkowa,
- kredyt refinansowy (do określonej kwoty w rachunku kredytu, lombardowy, lub w innej formie określonej przez Zarząd),
- dyskonto i redyskonto weksli,
- operacje otwartego rynku,
- przyjmowanie depozytów (otwieranie lokat terminowych banków).

W razie zagrożenia realizacji polityki pieniężnej Rada Polityki Pieniężnej może w drodze uchwały wprowadzić także:

- ograniczenie wielkości środków pieniężnych oddawanych przez banki do dyspozycji kredytobiorców i pożyczkobiorców,
- obowiązek utrzymywania nieoprocentowanego depozytu w NBP od zagranicznych środków wykorzystywanych przez banki i krajowych przedsiębiorców.

Obok instrumentów polityki pieniężnej, które mają odpowiednią podstawę prawną, istnieje jeszcze szereg instrumentów, które nie znajdują odzwierciedlenia w zapisach prawnych. Są to tzw. instrumenty perswazyjno-informacyjne, dzięki którym bank centralny stara się wpływać w sposób niesformalizowany – za pomocą sugestii, apeli czy perswazji – na zachowania banków i innych podmiotów gospodarczych. Przyjmują one postać⁵⁶:

- deklaracji przyjętych przez banki i inne podmioty,
- umów dżentelmeńskich,
- apeli banku centralnego,
- szeroko pojętej polityki edukacyjno-informacyjnej prowadzonej przez bank centralny w celu informowania podmiotów gospodarczych o efektach jego działań, celach, zamierzeniach i sposobach realizacji postawionych zadań.

Deklaracje i umowy dżentelmeńskie mają na celu skłonienie podmiotów gospodarczych do przyjęcia przychylniej postawy względem współpracy z bankiem centralnym w celu realizacji jego misji. Apele banku centralnego służą kształtowaniu pewnych postaw banków, ale wyłącznie przez wywieranie

⁵⁴ *Współczesna polityka...*, s. 107.

⁵⁵ M. Skopowski, M. Wiśniewski, op. cit., s. 11.

⁵⁶ *Ibidem*, s. 10.

presji moralnej i – choć formalnie nie są dla banków wiążące – to potrzeba zachowania prestiżu i dobrych stosunków z bankiem centralnym nakazuje stosowanie się do jego zaleceń. Skuteczność wyżej wymienionych sposobów oddziaływania zależy w dużej mierze od ilości banków: przy ich małej liczbie skuteczność apeli czy deklaracji jest wyższa niż wówczas, gdy banków jest bardzo dużo. Z kolei prowadzenie polityki informacyjnej związane jest z realizacją przez władzę monetarną strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Głównym jej celem jest ograniczenie inflacji i utrzymanie jej na niskim poziomie, zaś osiągnięciu tego celu ma służyć odpowiednie zarządzanie oczekiwaniami podmiotów gospodarczych, co do kształtowania się poziomu inflacji, czy poczynań władz monetarnych, w tym słuszności i skuteczności ich decyzji⁵⁷.

VII. PODSUMOWANIE

Choć idea bankowości centralnej pojawiła się (i zmaterializowała) już ponad 200 lat temu, wiek XX zapoczątkował okres szczególnie obfitujący w nowe doświadczenia w tym zakresie. Od czasu Wielkiego Kryzysu lat 30. wiele się nauczono na temat roli banku centralnego w systemie finansowym czy mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej do realnej sfery gospodarki. Pojawiały się nowe poglądy na temat polityki pieniężnej, które następnie – weryfikowane przez rzeczywistość gospodarczą – zostawały zastępowane innymi. Bankom centralnym przypisywano szereg ewoluujących na przestrzeni lat priorytetów⁵⁸. W powojennym okresie systemu z Bretton Woods koncentrowały się one na zapewnieniu stabilizacji kursów walut. Lata 70. to okres dążenia banków centralnych do osiągnięcia krótkoterminowej stabilizacji makroekonomicznej, którą w latach 80. zastąpiła stabilizacja monetarna. Dążenia banków do osiągnięcia i następnie utrzymania niskiej inflacji zostały uwieńczone sukcesem w latach 90., głównie dzięki wprowadzeniu strategii BCI. Okazało się jednak, że stabilność cen – choć sprzyja stabilności finansowej – to jej nie gwarantuje, a fala wstrząsających opinią publiczną kryzysów finansowych postawiła banki centralne w obliczu nowych wyzwań. Stabilność finansowa ponownie pojawiła się w ich centrum zainteresowania. Od lat 90. systematycznie rośnie znaczenie stabilności finansowej w hierarchii celów banków centralnych. Znajduje to wyraz w ich rosnącym zaangażowaniu w działania na rzecz bezpieczeństwa systemów płatności, w rosnącej roli pośrednich form oddziaływania banków centralnych

⁵⁷ Więcej na temat polityki informacyjnej m.in.: J. Pietrucha, *Ramy instytucjonalne polityki pieniężnej – teoria i pomiar*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, 2008; P. Sotomska-Krzysztofik, O. Szczepańska, *Polityka informacyjna banków centralnych jako instrument wspierania stabilności systemu finansowego*, Materiały i Studia, Zeszyt Nr 200, Warszawa, 2006; M. Kowalak, *Jakościowe aspekty polityki współczesnego banku centralnego*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 3.

⁵⁸ Za: O. Szczepańska, op. cit., 9.

na system finansowy oraz we wzroście znaczenia metod o charakterze prewencyjnym (analiz mikro- i makroostrożnościowych)⁵⁹. Należy przypuszczać, że trend ten będzie kontynuowany w przyszłości.

*Mgr Violetta Kałuzińska jest doktorantem
Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.*

CENTRAL BANK AND THE STABILITY OF THE FINANCIAL SYSTEM

Summary

Financial markets and institutions perform the essential function in an economy of channelling funds to those individuals or companies that have productive investment opportunities. If the financial system does not perform this role well, then the economy cannot operate efficiently and economic growth is severely hampered⁶⁰.

Sustainable economic growth requires intermediary channels to allocate funds efficiently. The economics literature on financial repression demonstrates that underdevelopment of a country's financial sector is an important reason for the poor state of its economy.

In the last twenty years, countries all over the world have experienced severe bouts of financial instability. Banking crises have become frighteningly common and have struck some economies with devastating effects. This drew public attention to the question of the financial system stability, which is a term used to refer to a state in which the financial system functions properly, and participants, such as firms and individuals, have confidence in the system.

The role of the financial stability for an economy cannot be overestimated. It should be treated as a common good and the centre of attention of policymakers throughout the world.

⁵⁹ Ibidem, s. 10.

⁶⁰ F. D. Mishkin, *The Causes and Propagation of Financial Instability*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1997, s. 56. <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/1997/pdf/s97mishk.pdf>.