Zeszyty Naukowe
Wydziału Zamiejscowego w Chorzowie
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
Nr 12 2010 r.

Łukasz Szewczyk

Banki centralne w środowisku globalnym. Wybrane aspekty polityki pieniężnej i działań na rzecz stabilności finansowej

1. Wprowadzenie

Globalizacja jest zjawiskiem, które w dzisiejszym świecie jest uznawane za naturalną kolej rzeczy. Postępujące umiędzynarodowienie i zwiększenie zależności pomiędzy gospodarkami poszczególnych krajów powoduje, że zjawisko to jest niezwykle powszechne i dotyka wielu dziedzin życia. W sferze finansowej coraz częściej mówi się o globalnych rynkach finansowych czy globalnej bankowości.

Istotnym obszarem, na który oddziałują procesy globalizacyjne jest polityka pieniężna banków centralnych. Pojawia się tutaj naturalne pytanie, w jaki sposób polityka monetarna powinna być prowadzona w erze globalizacji? Należy się zastanowić, czy banki centralne powinny przeciwdziałać nadmiernemu wzrostowi cen aktywów na rynkach międzynarodowych oraz jakie cele w polityce pieniężnej powinny realizować.

Trzeba także przyjrzeć się zagadnieniu stabilności systemu finansowego. Coraz częściej zapewnienie stabilności znajduje swoje odzwierciedlenie w celach banków centralnych, a problem z tym związany jest przedmiotem dyskusji.

Celem artykułu jest próba wyjaśnienia wpływu, jaki globalizacja wywiera na decyzje i działania podejmowane przez banki centralne.

Artykuł został podzielony na cztery części. W pierwszej zdefiniowane zostanie pojęcie globalizacji i jej wpływ na gospodarkę światową. Druga część odnosi się

do problemu prowadzenia polityki pieniężnej przez banki centralne, z uwzględnieniem wpływu globalizacji na ich decyzje. Trzecia jest próbą odpowiedzi na pytanie, czy banki centralne powinny wpływać na wysokość cen aktywów na rynkach oraz jaką postawę powinny przyjmować w przypadku wystąpienia kryzysu finansowego. W czwartej części zostaną omówione działania podejmowane przez wybrane banki centralne, mające na celu zapobieganie skutkom kryzysu rozpoczętego w 2007 r.

2. Globalizacja i internacjonalizacja

Globalizacja może być zdefiniowana jako proces pogłębiania powiązań ekonomicznych między krajami i regionami świata, wynikający z rosnącej swobody i szybkości zawierania oraz realizacji transakcji międzynarodowych i dokonywania transgranicznych przepływów dóbr, usług (zwłaszcza finansowych) i czynników produkcji. Towarzyszy temu rozwój i upowszechnianie instytucji i mechanizmów charakterystycznych dla rozwiniętej gospodarki rynkowej[1].

Początki globalizacji związane są z rozwojem wymiany międzynarodowej, rosnącymi powiązaniami międzynarodowymi i otwartością rynków. W efekcie dokonała się ogólnoświatowa integracja systemów ekonomicznych i znaczna unifikacja zachowań ekonomicznych i społecznych. Nastąpiło scalenie rynków towarów, usług, kapitału i informacji. Warto zauważyć, że definiowanie pojęcia globalizacji jest niezwykle trudne. Wynika to z faktu, iż globalizacja przejawia się w bardzo szerokim zakresie. Globalizacja ma polegać na usuwaniu barier dla wolnego handlu i ściślejszej integracji gospodarek narodowych. Efektem tego procesu ma być wsparcie rozwoju krajów biedniejszych, likwidacja ubóstwa, wzrost dynamiki światowego PKB i w końcu wyrównywanie się poziomów rozwoju krajów, poprzez swobodny przepływ towarów, usług i siły roboczej oraz równomierne lokowanie się kapitału w różnych regionach świata poprzez inwestycje i nowe miejsca pracy[2].

Globalizacja wywołuje gorące emocje. Można spotkać się z twierdzeniami, że jest ona przejawem amerykanizacji kultury masowej i utratą własnej tożsamości. Trzeba jednak stwierdzić, że globalizacja jest bardziej faktem niż ideologią, dzięki m.in. sieci połączeń internetowych oraz zasadniczej obniżce kosztów przesyłania informacji. Należy stwierdzić, że globalizacja to nic innego, jak szybko postępująca integracja dotąd odrębnych krajowych rynków finansowych w jeden rynek międzynarodowy. Stąd istotnymi jej elementami są konsolidacja kapitałowo-organizacyjna w sektorze bankowym oraz fuzje i przejęcia o zasięgu ponadnarodowym[3].

[1] *Globalizacja i integracja europejska,* red. J. Kotyński, PWE, Warszawa 2005, s. 16.

[2] *Finanse międzynarodowe*, red. B. Bernaś, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 26.

[3] *Bankowość na świecie i w Polsce, stan obecny i tendencje rozwojowe*, red. L. Oręziak, B. Pietrzak, Instytut Naukowo-Wydawniczy OLYMPUS, Warszawa 2001, s. 18.

Wydarzenia na rynkach finansowych w 2007 r. pokazały, jak silnie te rynki są zglobalizowane. Sytuacja na rynkach międzynarodowych dotyczy nie tylko sektora finansowego, lecz także obywateli wszystkich krajów — inwestorów, kredytobiorców, polityków, przedsiębiorców, pracowników i konsumentów. W międzynarodowej literaturze ekonomicznej kwestia globalizacji rynków finansowych i jej wpływu na wzrost i stabilność gospodarczą jest od kilkunastu lat przedmiotem rosnącego zainteresowania i kontrowersji co do kosztów i korzyści towarzyszących temu zjawisku[4].

Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny wskazuje cztery czynniki, które doprowadziły do radykalnego postępu globalizacji w ostatnich latach:

1) wielostronna liberalizacja handlu,
2) udane reformy gospodarcze w wielu krajach rozwijających się, szczególnie w Chinach i Indiach,
3) postęp technologiczny, który obniżył koszty handlu,
4) postęp technologiczny, który zatarł granice pomiędzy tym, co może i tym, co nie może być przedmiotem obrotu w handlu międzynarodowym.

Do najważniejszych efektów globalizacji zalicza się zmiany w strukturze krajowych i międzynarodowych rynków finansowych, a w szczególności zmniejszenie roli banków jako pośredników finansowych i konieczność ich większego zaangażowania w sferze inwestycyjnej. Konieczność ta wynika również ze zwiększonej aktywności instytucji niebankowych w przyciąganiu dostępnych na rynku oszczędności. Istotnym efektem procesu globalizacji rynków finansowych jest też wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych (towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych), których działalność okazała się czynnikiem przyspieszającym ten proces[5].

Istotnym pojęciem obok globalizacji jest często z nią utożsamiane pojęcie internacjonalizacji. Wiele najbardziej znanych firm działających w różnych krajach ma międzynarodowy charakter. Proces internacjonalizacji własności szczególnie szybko postępuje w Polsce, gdzie sprzedaż składników majątku trwałego traktuje się jako łatwe źródło równoważenia bilansu płatniczego kraju. Internacjonalizacji własności towarzyszy internacjonalizacja transakcji. Większość typów gospodarek zakłada możliwość korzystania z wymiany międzynarodowej. W rozwiniętej gospodarce rynkowej transakcje międzynarodowe rozwijają się przede wszystkim w obszarze transakcji finansowych. Internacjonalizacja dokonuje się przede wszystkim poprzez zwiększenie zakresu, liczby i wartości transakcji kupna-sprzedaży, inwestycji finansowych, kredytów. Na jednym rynku obraca się wieloma różnymi walorami finansowymi lub rzeczowymi, będącymi własnością rezydentów różnych państw, samych państw bądź organizacji międzynarodowych[6].

---

[4] *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, red. W. Małecki, VIZJA PRESS& IT, Warszawa 2007, s. 11.

[5] *Globalizacja od A do Z*, red. E. Czerny, Wydawnictwo Narodowego Banku Polskiego, Warszawa 2004, s. 159.

[6] *Finanse międzynarodowe,* s. 31-32.

3. Polityka pieniężna w erze globalizacji

Globalizacja rynków finansowych na przestrzeni ostatnich 25 lat miała duży wpływ na prowadzenie polityki pieniężnej przez banki centralne. Jest to efekt następujących zmian:

- wzrostu wartości międzynarodowych transakcji finansowych w stosunku do transakcji dobrami i usługami,
- wzrostu liczby krajów, które za cel polityki pieniężnej przyjęły stabilizację inflacji,
- transformacji mikrostruktury rynków finansowych[7].

Obecny sposób prowadzenia polityki pieniężnej przez banki centralne, którego cechą jest skupienie się banków na stabilizacji inflacji, jest efektem doświadczeń lat siedemdziesiątych. Wtedy to ekspansywna polityka pieniężna, która skupiona była na podtrzymywaniu wzrostu gospodarczego, doprowadziła w wielu krajach do silnego wzrostu inflacji[8].

Możliwość wystąpienia takiej sytuacji przewidział wcześniej Milton Friedman. Uważał on, że jeżeli banki centralne podporządkowują swoją politykę pieniężną podtrzymywaniu wzrostu gospodarczego, jak miało to miejsce w latach pięćdziesiątych i sześćdziesiątych XX w., to wywołują tym wzrost inflacji wynikający ze wzrostu podaży pieniądza. Rozumowanie Friedmana prowadziło do wniosku, że powojenna ekspansywna polityka pieniężna bardziej pobudzała inflację niż wzrost gospodarczy. Co więcej, pobudzając oczekiwania inflacyjne, przyspieszała inflację, powodując stały wzrost jej poziomu[9].

Jedną z głównych zmian, mających sprzyjać niezakłóconemu funkcjonowaniu gospodarki rynkowej, była zmiana sposobu prowadzenia polityki pieniężnej. W kolejnych krajach zapewniano niezależność bankom centralnym, by rządy nie mogły wykorzystywać polityki pieniężnej do wpływania na bieżące tempo wzrostu gospodarczego, a celem polityki pieniężnej banków centralnych stało się stabilizowanie inflacji.

Od roku 1990, gdy po raz pierwszy bank centralny Nowej Zelandii zaczął realizować strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI), wiele banków centralnych poszło w jego ślady i też ją przyjęło. W efekcie strategia ta (stosowana przez NBP od 1998 r.) jest stosowana przez wiele banków centralnych krajów rozwiniętych i coraz więcej banków centralnych krajów rozwijających się (np. Turcja, Rumunia, Filipiny). Rozpowszechnianie się strategii BCI potwierdza, że banki centralne przejmują od siebie praktyki służące zapewnieniu niskiej i stabilnej inflacji[10].

---

[7] P. Moutot, G. Vitale, *Monetary Policy Strategy in a Global Environment*, ECB Occasional Paper Series nr 106, sierpień 2009, s. 4.

[8] *Globalizacja rynków finansowych...*, s. 66.

[9] Tamże, s. 67.

[10] K. Rybiński, *Globalizacja a polityka pieniężna*, Cykl Seminariów Europejskich Studiów Regionalnych i Lokalnych oraz Katedry Unesco, Warszawa 2006, s. 11.

Należy jednak zauważyć, że nie wszystkie banki jako cel stawiają sobie tylko utrzymanie inflacji na niskim poziomie. Przykładem może tu być System Rezerwy Federalnej (Fed), który za cel swojej działalności przyjął zapewnienie pełnego zatrudnienia, stabilność cen oraz umiarkowany poziom stopy procentowej.

Należy zauważyć, że do ogólnego spadku inflacji przyczyniły się także zmiany strukturalne w gospodarkach krajów wysoko rozwiniętych, w tym głównie deregulacja rynków dóbr i usług oraz liberalizacja rynków pracy. Deregulacja zwiększyła konkurencję na rynkach towarów i usług, co zmniejszyło wcześniejszą sztywność cen. Rynki pracy stawały się coraz bardziej elastyczne.

Czynnikiem, który wzmocnił siłę oddziaływania zmian strukturalnych stała się globalizacja. Z natury rzeczy stała się czynnikiem, który niewspółmiernie wzmocnił siłę konkurencji cenowej. Przedsiębiorstwa musiały się liczyć z tym, że podnoszenie kosztów i cen może prowadzić do utraty rynków zbytu[11].

W artykule *Monetary Policy in a Global Environment* wskazano na kanały, poprzez które globalizacja oddziałuje na inflację. Pierwszym z nich jest bezpośredni wpływ obniżek cen importowanych dóbr i usług, które mogą być powodowane przez globalizację i które wpływają na wysokość cen dóbr i usług konsumpcyjnych. Kolejnym czynnikiem, który ma wpływ na wysokość inflacji, jest poziom cen krajowych producentów dóbr konkurencyjnych wobec dóbr importowych. Konkurencja globalna powoduje, że krajowi producenci stają się bardziej elastyczni i skłonni do obniżania cen dóbr[12].

Można stwierdzić, że globalizacja ułatwiła znacznie bankom centralnym prowadzenie polityki pieniężnej. Inaczej niż w całkiem niedawnej przeszłości, banki centralne nie muszą już dokonywać dużych podwyżek stóp procentowych, gdy gospodarka danego kraju wchodzi w okres dobrej koniunktury.

Poglądy ekonomistów są podzielone w kwestii proporcji, w jakich sukces banków centralnych w walce z inflacją należy przypisać zmianie sposobu prowadzenia polityki pieniężnej i globalizacji. Jedni uważają, że decydujące znaczenie miało odejście banków centralnych od polityki pieniężnej podtrzymującej wzrost gospodarczy. Inni są przekonani, że duże znaczenie miała globalizacja[13].

W ostatnich dwóch dekadach czynniki globalne, takie jak upowszechnianie się dobrych standardów instytucjonalnych prowadzenia polityki pieniężnej, wzrost otwartości i konkurencyjności, doprowadziły do obniżenia się zarówno poziomu, jak i uporczywości globalnej inflacji, a poprzez rosnący wpływ globalnej inflacji na inflacje krajowe te ostatnie uległy obniżeniu również na skutek działania tego czynnika[14].

---

[11] *Globalizacja rynków finansowych...*, s. 66.

[12] J. L. Yellen, *Monetary Policy in a Global Environment*, FRBSF Economic Letter, 2006, s. 2.

[13] *Globalizacja rynków finansowych...*, s. 70.

[14] K. Rybiński, *Globalizacja w trzech odsłonach: offshoring, globalne nierównowagi, polityka pieniężna*, Difin, Warszawa 2007, s. 304.

Oczywiście bank centralny w dowolnym kraju, jeżeli tylko ma możliwość prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej, może w długoterminowej perspektywie osiągnąć taką inflację, jaka wydaje mu się właściwa. Jednak jeżeli maleje rola czynników krajowych względem czynników globalnych, to może oznaczać, że w sytuacji, gdy globalna inflacja rośnie lub maleje, powodując odchylenie krajowej inflacji od pożądanego celu w górę lub w dół, powrót inflacji do celu będzie wymagał znaczącego zacieśnienia/złagodzenia polityki pieniężnej, gdyż polityka pieniężna małego kraju ma wpływ tylko na czynniki krajowe, których rola w determinowaniu inflacji mierzonej indeksem dóbr i usług konsumpcyjnych (CPI) stopniowo maleje[15].

Jednym z kluczowych wyborów w polityce pieniężnej jest wybór definicji stabilności cen. Cele inflacyjne w krajach rozwiniętych są niższe niż w krajach rozwijających się, co można tłumaczyć m.in. faktem, że gospodarki rozwijające się szybciej rosną, przez co optymalna dla nich inflacja może być nieco wyższa. Dyskusja na temat tego, jak powinna być prowadzona polityka pieniężna, żeby ograniczyć ryzyko niestabilnego boomu, dotyczy wyboru celu inflacyjnego. Jeśli ocenia się, że w przyszłości bardziej prawdopodobne są negatywne wstrząsy podażowe czy negatywne wstrząsy dla wydajności pracy, to wówczas warto mieć wyższy cel inflacyjny, żeby uniknąć złej deflacji. Jeżeli zaś dominują pozytywne szoki podażowe i silne wzrosty wydajności pracy związane z postępującą globalizacją, to wówczas można obniżyć cel inflacyjny, żeby w okresie dobrej deflacji zmniejszyć ryzyko powstania niestabilnego boomu[16].

4. Banki centralne a kryzysy finansowe

Analizując dekadę lat 90. można stwierdzić, że okres ten pokazał, iż sprzężenia zwrotne pomiędzy rynkami finansowymi a polityką monetarną nabierają szczególnego znaczenia. Wynikają one przede wszystkim z nowych uwarunkowań, w jakich funkcjonują rynki finansowe i w jakich bank centralny prowadzi politykę pieniężną. Polityka w dziedzinach nadzoru i systemu regulacji powinna zaoszczędzić polityce monetarnej problemów w regulowaniu sektora bankowego, przy czym chodzi tu o spójne rozwiązania, które pomogą zminimalizować koszty ewentualnych szoków. Wspólne wysiłki na szczeblu mikro- i makroekonomicznym powinny być skupione na identyfikacji zagrożeń płynących z rynków finansowych, tak aby zmniejszyć ryzyko ich niezauważania i poprawić skuteczność polityki monetarnej. Postępujący proces globalizacji i tak zapewnia bowiem wystarczający poziom niepewności[17].

[15] Tamże.
[16] Tamże, s. 318.
[17] A. Borcuch, *Globalny system pieniężny*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 129.

Kryzysy finansowe są w dużym stopniu efektem globalizacji rynków finansowych. W ostatnich trzech dekadach minionego stulecia miały miejsce liczne kryzysy finansowe. Niektóre z nich wywarły znaczący wpływ na gospodarkę, nie tylko w wymiarze lokalnym, ale również globalnym. Uzasadnione wydaje się stwierdzenie, że kryzysy finansowe, które dotknęły Meksyk (1994-1995), kraje Azji Wschodniej (1997), Rosję (1998), Argentynę (2001), a także ostatni kryzys finansowy zapoczątkowany w roku 2007, nie nastąpiłyby lub przynajmniej nie osiągnęłyby takich rozmiarów, gdyby kraje te nie były poddawane tak dużym oddziaływaniom globalnych rynków finansowych[18].

Kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2007 r. na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych, doprowadził do istotnych zaburzeń i niepewności w całym globalnym systemie finansowym. Zaburzenia te wynikają z faktu, że sekurytyzacja kredytów hipotecznych spowodowała przeniesienie ryzyka związanego z kredytami o podwyższonym ryzyku na rynki na całym świecie. Efektem było m.in. ograniczenie płynności i niepokój instytucji finansowych[19].

W tym miejscu warto zastanowić się, jaką funkcję pełnią banki centralne w zapobieganiu kryzysowi finansowemu. Pomimo wielu cech wspólnych, jakimi charakteryzują się kryzysy w systemie finansowym, każdy z nich jest inny i cechuje się pewną specyfiką. Dlatego narzędzia wykorzystywane przez banki centralne w warunkach kryzysowych również są zróżnicowane i nie mają charakteru standardowego.

Banki centralne są instytucjami o najdłuższej tradycji działań na rzecz wspierania stabilności systemu finansowego. Nadrzędnym i ostatecznym celem polityki banku centralnego jest zazwyczaj dbałość o stabilność cen. Znajduje to potwierdzenie w statutach banków centralnych, ustawach, a często także w konstytucjach. Również społeczeństwo powszechnie utożsamia funkcje banku centralnego z polityką pieniężną. Jednak w ostatnim okresie coraz więcej miejsca poświęca się dyskusji na temat zadań banku centralnego związanych z funkcją wspierania stabilności systemu finansowego.

Uznaje się, że stabilność cen jest warunkiem koniecznym do zapewnienia stabilności systemu finansowego, jednak jeszcze jej nie gwarantuje. Wielu ekspertów, a wśród nich były Prezes Rezerwy Federalnej, Paul Volcker, twierdzi nawet, że pierwotnym celem banków centralnych powinno być zapewnienie stabilności systemu finansowego, ponieważ dopiero ona warunkuje osiągnięcie stabilności cenowej. Nie można osiągnąć stabilności cenowej w środowisku niestabilnego rynku finansowego[20].

W zależności od konkretnych uwarunkowań banki centralne dostosowują swoje reakcje do wymogów stawianych przez otoczenie. Do najczęściej wyko-

[18] Tamże, s. 129.

[19] Tamże, s. 133.

[20] O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, A. Pawlikowski, *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej na przykładzie wybranych krajów*, Wydawnictwo Narodowego Banku Polskiego, Warszawa 2004, s. 9.

rzystywanych przez banki centralne sposobów zarządzania sytuacją kryzysową w systemie finansowym zaliczyć należy:

1) funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji,
2) politykę informacyjną, w ramach której wyróżnić można:
   – komunikację z rynkiem,
   – moralną perswazję,
3) decyzję o braku interwencji.

W przeszłości miały również miejsce sytuacje wyjątkowe, kiedy w warunkach poważnego kryzysu, w całym systemie finansowym, banki centralne zmuszone były podejmować działania znacznie wykraczające poza standardowy zbiór instrumentów władzy monetarnej. Do działań tych należy:

– zasilenie banków w kapitał,
– tworzenie specjalnych instytucji zarządzających aktywami niskiej jakości.

Podkreślić należy, że działania te realizowane były w ścisłej współpracy z rządem oraz innymi instytucjami bezpieczeństwa finansowego[21].

Klasyczną funkcją pełnioną przez banki centralne jest funkcja kredytodawcy ostatniej instancji. Polega ona na zapewnieniu płynności pojedynczemu bankowi lub całemu systemowi bankowemu w reakcji na niekorzystny szok wywołujący wzrost popytu na pieniądz rezerwowy[22].

Awaryjne wsparcie płynnościowe ze strony banku centralnego powinno być uruchamiane tylko wtedy, gdy metody rynkowe zawiodą lub nie jest możliwe ich zastosowanie, oraz gdy istnieje zagrożenie rozprzestrzenienia się kryzysu na cały system finansowy. Istnieją dwie podstawowe przesłanki, uzasadniające potrzebę pełnienia przez bank centralny funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji:

– zjawisko asymetrii informacji na rynku finansowym, które powoduje, że nawet bank wypłacalny może być narażony na masowe wycofywanie depozytów lub lokat międzybankowych w czasie kryzysu,
– ryzyko systemowe na rynku finansowym, przejawiające się tym, że kryzys jednej instytucji finansowej może szybko przenieść się na resztę uczestników rynku i poważnie zakłócić funkcjonowanie całego systemu.[23]

O ile pełnienie funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji pozostaje głównym zadaniem banków centralnych w zapobieganiu kryzysom bankowym i ich hamowaniu, o tyle od lat osiemdziesiątych XX w. obserwuje się szersze podejście tych banków do kwestii odpowiedzialności za stabilność finansową. To szersze podejście oznacza podejmowanie działań mających na celu tworzenie warunków sprzyjających pobudzaniu dyscypliny rynkowej, która jest ważnym czynnikiem zapobiegania kryzysom.

---

[21] O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, Wydawnictwo Narodowego Banku Polskiego, Warszawa 2004, s. 9.

[22] O. Szczepańska, *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, Wydawnictwo Naukowe SCHOLAR, Warszawa 2008, s. 53.

[23] O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, wyd. cyt., s. 11.

Znacznie szersze niż w przeszłości podejście banków centralnych do zapobiegania kryzysom bankowym wyraża się przede wszystkim:

- wzrostem zaangażowania w działania na rzecz bezpieczeństwa i stabilności systemów płatniczych,
- rozwojem nowego podejścia do identyfikacji i oceny zagrożeń dla stabilności systemu bankowego określanego jako analiza makroostrożnościowa (*macroprudential analysis*),
- wzrostem znaczenia polityki informacyjnej jako instrumentu wspierania stabilności finansowej[24].

Kolejnym instrumentem wykorzystywanym przez banki jest komunikacja z rynkiem. Komunikat jest najszybszym narzędziem przekazywania informacji. Dlatego jego użyteczność wzrasta w sytuacjach kryzysowych. Zaletą komunikatu jest to, że pozwala on na szybkie dostarczenie tej samej informacji wszystkim uczestnikom rynku, łagodząc problem asymetrii informacji. Za pośrednictwem komunikatu bank centralny może poinformować o tym, że kontroluje rozwój sytuacji oraz że w razie konieczności jest gotowy do podjęcia określonych działań[25].

Banki centralne angażują się również w działania na rzecz stabilności finansowej na etapie zapobiegania destabilizacji systemu finansowego. Tradycyjnie ich rola w tym obszarze polegała na pełnieniu funkcji nadzoru bankowego — bezpośrednio jako instytucje formalnie odpowiedzialne za nadzór, lub pośrednio, współuczestnicząc w różnym zakresie w procesie nadzoru nad bankami. Ponadto rosnący dynamicznie wolumen obrotów w systemach płatniczych sprawił, że znaczenia nabrała dbałość o bezpieczeństwo i sprawność systemu płatniczego, stając się jednym z kluczowych zadań banków centralnych. Wraz ze wzrostem znaczenia systemu finansowego dla realnej sfery gospodarki banki centralne zaczęły rozwijać analizy o charakterze makroostrożnościowym, polegające na obserwacji, ocenie i wczesnej identyfikacji potencjalnych zagrożeń dla stabilności systemu finansowego. Ta nowa forma aktywności banków centralnych wymagała również wzrostu zaangażowania i nakładów na politykę informacyjną[26].

Jedną z przyczyn występowania kryzysów finansowych jest okresowo pojawiające się zjawisko wzrostu cen aktywów na rynkach finansowych, tzw. bąbla spekulacyjnego. Nasuwa się tutaj pytanie, jak banki centralne powinny reagować na szybkie wzrosty cen na rynkach aktywów (akcji, nieruchomości)? Jest ono przedmiotem intensywnej debaty. W dyskusji na temat polityki pieniężnej i bąbli na rynkach aktywów rysują się dwa przeciwstawne poglądy:

---

[24] L. Pawłowicz, R. Wierzba, *Sieć bezpieczeństwa a integracja rynków finansowych w UE*, „Bank i Kredyt" 2007, nr 8-9, s. 14.

[25] P. Sotomska-Krzysztofik, O. Szczepańska, *Przejrzystość banków centralnych we wspieraniu stabilności finansowej,* „Bank i Kredyt" 2006, nr 11-12, s. 18.

[26] O. Szczepańska, wyd. cyt., s. 53-54.

1) polityka pieniężna powinna uwzględniać w swoich decyzjach sytuację na rynkach aktywów tylko w takim stopniu, w jakim wpływa ona na perspektywy inflacji,
2) należy uwzględniać ceny aktywów w procesie decyzyjnym w polityce pieniężnej bardziej, niż to wynika tylko z ich wpływu na inflację w perspektywie średnioterminowej. Polityka pieniężna jest bowiem odpowiedzialna za zarządzanie różnymi rodzajami ryzyka[27].

Argumenty za i przeciw przekłuwaniu bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów przez banki centralne przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Argumenty za i przeciw przekłuwaniu bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów przez banki centralne

Argumenty „za”	**Argumenty „przeciw”**
Bąble na rynkach aktywów istnieją i wyrządzają dużo szkody	Trudno zidentyfikować, czy źródłem powstania bąbla jest polityka pieniężna czy inne czynniki
Kiedy bąble powstają i pękają, wówczas zaburzają efektywną alokację zasobów, wpływają na zmienne, za które odpowiedzialny jest bank centralny, wywołują wzrost inflacji	Ryzyko popełnienia błędu i zatrzymania wzrostu cen aktywów, które niekoniecznie są efektem działalności spekulacyjnej
Bank centralny posiada instrumenty, które pozwalają przekłuć narastający bąbel bez jednoczesnego wyrządzania szkody innym bankom centralnym	Nie ma przekonujących danych, że strategia sprzątania po pękniętym bąblu prowadzi do nadmiernie ryzykownych zachowań na giełdzie i zwiększa ryzyko następnych bąbli
Polityka pieniężna powinna reagować na bąble na rynkach aktywów tylko wtedy, gdy zagrażają stabilności systemu finansowego	Nie istnieje żaden stabilny związek pomiędzy wysoką płynnością a bąblami na rynkach aktywów, nie wykazano również, że restrykcyjna polityka pieniężna powstrzyma bąbel przed narastaniem

Ź r ó d ł o: K. Rybiński, *Globalizacja w trzech odsłonach: offshoring, globalne nierównowagi*, *polityka pieniężna*, Difin, Warszawa 2007, s. 319-320.

5. Wybrane banki centralne wobec kryzysu *subprime*

Banki centralne na całym świecie podjęły działania mające przeciwdziałać skutkom kryzysu. W niniejszym artykule przedstawione zostaną wybrane instrumenty, którymi posłużyły się Narodowy Bank Polski, Europejski Bank Centralny i Fed w celu łagodzeniu skutków kryzysu finansowego.

W Polsce działania antykryzysowe prowadziły zarówno rząd, jak i Narodowy Bank Polski. Pewne działania podjęła również Komisja Nadzoru Finansowego. Z uwagi na kompetencje banku centralnego, działania NBP, z których większość była zawarta w przedstawionym 13 października 2008 r. *Pakiecie*

[27] K. Rybiński, *Globalizacja w trzech odsłonach*, s. 318.

zaufania, koncentrowały się na ograniczeniu ryzyka płynności banków (m.in. poprzez wprowadzenie operacji zasilających repo, poszerzenie grupy banków uprawnionych do uczestnictwa w operacjach otwartego rynku NBP, poszerzenie zakresu zabezpieczeń transakcji z bankiem centralnym) oraz ich ryzyka walutowego (poprzez możliwość zawierania przez banki z NBP transakcji swapów walutowych). W celu zapewnienia dostępu do płynnych środków walutowych w EUR i CHF, NBP zawarł odpowiednie umowy z Europejskim Bankiem Centralnym i Narodowym Bankiem Szwajcarskim.

Z kolei rząd przygotowywał działania zmierzające do zmniejszenia ryzyka płynności i finansowania banków, ograniczające ponoszone przez nie ryzyko kredytowe (poręczenia i gwarancje rządu i BGK), a także mające na celu zwiększenie zdolności instytucji finansowych do absorpcji szoków poprzez zapewnienie odpowiedniego poziomu funduszy własnych na wypadek braku odpowiedniego wsparcia kapitałowego ze strony dotychczasowych inwestorów. Dodatkowo podjęto działania legislacyjne i organizacyjne mające na celu zwiększenie efektywności procesu koordynacji działań publicznych, prowadzonych dla utrzymania stabilności finansowej (ustawa o Komitecie Stabilności Finansowej)[28].

Wśród istniejących rozwiązań banki wykorzystywały dotychczas głównie możliwości stworzone przez NBP. Wskutek utrzymującej się bardzo ograniczonej płynności rynku międzybankowego o terminach dłuższych niż 1 tydzień, NBP de facto zastępuje działanie tej części rynku międzybankowego, zasilając sektor bankowy środkami finansowymi na okres początkowo do 3 miesięcy, a następnie do pół roku i, jednocześnie, utrzymując emisję 7-dniowych bonów pieniężnych, absorbujących nadmiar płynności banków. Ułatwia to bankom zarządzanie płynnością i ogranicza ich ryzyko płynności. Średnia dzienna skala zasilających operacji otwartego rynku wyniosła od początku ich wprowadzenia 11,8 mld zł.

Innymi działaniami NBP, skutkującymi ograniczeniem ryzyka płynności banków, a zrealizowanymi poza *Pakietem zaufania,* były obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej oraz przedterminowy wykup obligacji NBP. W sumie działania te postawiły do dyspozycji banków płynne środki o wartości 11,5 mld zł[29].

Istotnym nowym instrumentem mającym na celu udostępnienie bankom dodatkowych źródeł płynności jest kredyt dyskontowy. Jego istotą jest przyjmowanie od banków przez NBP do dyskonta weksli wystawianych przez przedsiębiorstwa w związku z otrzymanym z banku kredytem. Z punktu widzenia banków może to być dogodny instrument, ponieważ opiera się na wekslu, który jest instrumentem prostym i bezpiecznym. Przedsiębiorstwo będzie wystawiać weksel na bank, a bank następnie może dyskontować ten weksel w NBP. Kredyt dyskontowy służyć będzie refinansowaniu nowo udzielonych kredytów. Konstruk-

[28] *Polska wobec światowego kryzysu finansowego*, Wydawnictwo Narodowego Banku Polskiego, Warszawa 2009, s. 39.

[29] Tamże, s. 39-40.

cja kredytu dyskontowego powoduje, że będzie on stymulował akcję kredytową dla przedsiębiorstw, czyli kategorię kredytu, której dynamika najbardziej osłabła w wyniku kryzysu. Banki, które będą chciały przystąpić do programu, będą zobowiązane do podpisania z NBP umowy ramowej, w której określone zostaną ogólne warunki korzystania z kredytu dyskontowego. Wprowadzenie tego instrumentu wymagało wyznaczenia przez RPP nowej stopy banku centralnego – stopy dyskontowej[30].

Wybrane działania podjęte w Polsce w celu ograniczenia skutków kryzysu przedstawia tabela 2.

Tabela 2. Działania na rzecz ograniczenia skutków kryzysu w Polsce

Cel	Szczegóły
Ograniczenie ryzyka płynności krótkookresowej i płynności finansowania sektora bankowego	• wprowadzono dostrajające operacje zasilające otwartego rynku w formie transakcji repo o okresie zapadalności początkowo (od października 2008 r.) do 3 miesięcy, a następnie do 6 miesięcy, • poszerzono grupę banków, z którymi NBP prowadzi operacje dostrajające, • utrzymano emisję 7-dniowych bonów pieniężnych NBP
Ograniczenie ryzyka płynności krótkookresowej i płynności finansowania pojedynczych banków	• rozszerzenie listy aktywów mogących stanowić zabezpieczenie kredytu lombardowego, • zmniejszenie wielkości haircut'u przy określeniu wartości poziomu zabezpieczeń kredytu lombardowego i operacji otwartego rynku, • wprowadzenie kredytu refinansowego zabezpieczonego depozytem walutowym
Ograniczenie ryzyka płynności krótkookresowej i płynności finansowania banków	• obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej z 3,5 do 3% skutkujące wzrostem wartości płynnych środków finansowych banków o 3,3 mld zł
Ograniczenie ryzyka płynności krótkookresowej i płynności finansowania banków	• przedterminowy wykup obligacji NBP skutkujący wzrostem wartości płynnych środków finansowych banków o 8,2 mld zł
Ograniczenie ryzyka walutowego banków	• transakcje SWAP-ów walutowych, prowadzone dla umożliwienia bankom uzyskania od NBP pożyczki w walutach obcych

Ź r ó d ł o: *Polska wobec światowego kryzysu finansowego*, Wydawnictwo Narodowego Banku Polskiego, Warszawa 2009, s. 90-91.

[30] http://www.finanse.egospodarka.pl/44412,NBP-proponuje-bankom-nowe-instrumenty,1,48,1.html.

Polityka monetarna realizowana przez EBC od 1999 r. nastawiona była generalnie na zwalczanie inflacji i zapobieganie jej wzrostowi, który byłby sprzeczny z realizowanym przez tę instytucję celem w postaci stabilności cen. Stabilność cen została zdefiniowana pod koniec 1998 r. przez Radę Zarządzającą EBC jako sytuacja, w której roczny wzrost cen w całej strefie euro jest mniejszy niż 2%. Niewielkie przekroczenie tego wskaźnika od 2001 r. skłoniło Radę do pewnej modyfikacji tej definicji. Rada uznała, że dla oceny skuteczności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę średnią stóp inflacji EBC z kilku lat. Przyjęła więc, że roczna stopa inflacji w średnim okresie nie powinna przekraczać 2%[31].

EBC ma swobodę wyboru strategii polityki pieniężnej i mógłby ją zasadniczo zmienić w każdej chwili. Bank ten nie ma jednak możliwości wyboru celu swojej polityki, jest on bowiem ustalony w traktacie z Maastricht i tym samym możliwy do zmienienia tylko poprzez zmiany w traktatach założycielskich Unii Europejskiej[32]. Traktat stanowi, iż „pierwszorzędnym celem europejskiego systemu banków centralnych jest zapewnienie stabilności cen".

Warto zauważyć, że podobnie jak w przypadku koncepcji polityki pieniężnej EBC określa samodzielnie jej instrumenty. Dzieli je z jednej strony na różnego typu operacje otwartego rynku, a z drugiej − operacje depozytowo-kredytowe.

Do operacji otwartego rynku zaliczyć można:

- główne transakcje refinansowe; jest to najważniejszy kanał, przez który pieniądz banku centralnego przedostaje się do gospodarki. Operacje są dokonywane za pośrednictwem cotygodniowych transakcji ilościowych lub procentowych, a czas ich realizacji wynosi dwa tygodnie;
- długookresowe transakcje refinansowe; są oferowane bankom w rytmie miesięcznym, a czas ich realizacji wynosi trzy miesiące;
- operacje precyzyjnego dostrajania; ich celem jest kontrola płynności rynku. W ramach tych operacji występują zarówno instrumenty zwiększające, jak i obniżające płynność;
- operacje strukturalne; są przeprowadzane w nieregularnych odstępach czasu i z różnym czasem realizacji. W zamian za przekazane bankom przez EBC środki pieniężne, banki komercyjne przedkładają w EBC tzw. refinansowalne papiery wartościowe[33].

Obok operacji otwartego rynku EBC przeprowadza również z bankami komercyjnymi operacje depozytowo-kredytowe (nazywane również stałymi ułatwieniami, ang. *standing facility*). Ich celem jest dostarczanie lub wycofywanie z rynku pieniężnego środków płynnych w okresie 24 godzin. Wskazują one także ogólny kierunek polityki pieniężnej oraz wyznaczają ramy w procesach

[31] *Strefa euro — wyzwanie dla Polski*, red. A. Z. Nowak, A. Stępniak, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2003, s. 87.

[32] T. Apolte, *Polityka pieniężna i walutowa w zarysie*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok 2006, s. 64.

[33] Tamże, s. 66.

kształtowania się stóp procentowych na rynku depozytów i kredytów jednodniowych. W praktyce można wskazać na dwie formy operacji: jednodniowy kredyt i jednodniowy depozyt[34].

Jednodniowe kredyty zaspokajają potrzeby banków w utrzymaniu płynności w okresie 24 godzin. Jednodniowe depozyty umożliwiają bankom zdeponowanie na 24 godziny nadwyżki środków płynnych i uzyskanie z tego tytułu wynagrodzenia w formie oprocentowania. Stopy procentowe stosowane w powyższych operacjach tworzą korytarz wahań stóp procentowych na rynku pieniężnym dla pożyczek i depozytów 24-godzinnych. Jednodniowe kredyty udostępniane są bankom komercyjnym przez narodowe banki centralne po z góry określonej stopie procentowej pod zastaw papierów wartościowych. Jednodniowe depozyty składane są w narodowym banku centralnym przez banki komercyjne. Dostęp do tych instrumentów jest, w normalnych warunkach, nieograniczony[35].

Warto jednak zauważyć, że kredyt refinansowy jako instrument polityki pieniężnej cechuje ograniczona skuteczność. Trudno za jego pomocą kontrolować płynność banków komercyjnych. Jest to związane przede wszystkim z faktem, że współczesne banki cechuje duża niezależność finansowa od banku centralnego. Istotne jest również, że w operacjach refinansowych stroną inicjującą są banki komercyjne. To one decydują, czy chcą zaciągnąć kredyt czy nie[36].

Po 9 sierpnia 2007 r. Eurosystem stanął w obliczu jednego z najtrudniejszych okresów wdrażania polityki pieniężnej od czasu wprowadzenia euro, gdy zaburzenia na rynkach finansowych zapoczątkowane na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych wysokiego ryzyka przeniosły się na rynek pieniężny euro. 9 sierpnia rano, po upływie kilku godzin od wyczerpania kwoty płynności na rynku pieniężnym euro, Eurosystem zareagował dostarczając rynkowi dodatkowej płynności w kwocie 95 mld euro według stopy procentowej wynoszącej 4,0% dla operacji dostrajającej z terminem zapadalności typu *overnight*. Jest to największa kwota, jaką przyznano dotychczas na operację dostrajającą. Następnie, aż do końca 2007 r., operacje otwartego rynku w Eurosystemie były wciąż pod dużym wpływem zaburzeń na rynku[37].

Kolejne nadzwyczajne operacje zostały przeprowadzone 10, 13 i 14 sierpnia 2007 r. na kwoty: 110 mld EUR, 84 mld EUR i 45 mld EUR. Decyzja ta była podyktowana drastycznym spadkiem płynności na rynku pieniężnym, czego konsekwencją był wzrost stawek O/N z poziomu 4,1 do 4,7%.

Realizacja polityki pieniężnej w 2008 r. była uwarunkowana wysiłkami podejmowanymi w ramach Eurosystemu, mającymi na celu złagodzenie napięć na rynkach pieniężnych związanych z zaburzeniami finansowymi. Najpierw, w okresie do września, Eurosystem dostarczył środki zwiększające płynność na początku okresu utrzymywania rezerwy, umożliwiając bankom spełnienie

[34] R. Wierzba, *Europejski Bank Centralny*, TWIGGER, Warszawa 2003, s. 93.
[35] Tamże, s. 93.
[36] Tamże, s. 107.
[37] Raport roczny Europejskiego Banku Centralnego z 2007 r., s. 104.

wymogów w zakresie rezerwy obowiązkowej nieco wcześniej w okresie utrzymywania rezerwy, a następnie obniżył ją, przez co całkowity poziom płynności w całym okresie utrzymywania rezerwy pozostał na niezmienionym poziomie. Jednocześnie średni okres zapadalności dla operacji otwartego rynku został wydłużony dzięki zwiększeniu udziału płynności poprzez dłuższe operacje refinansujące.

W październiku 2008 r., po znacznym osłabieniu kondycji rynków finansowych w związku z upadkiem Lehman Brothers, EBC wprowadził drugi pakiet rozwiązań. Obejmowały one przejście do procedury przetargowej opartej na stałej stopie procentowej z pełnym przydziałem dla operacji otwartego rynku, zawężenie korytarza wahań stopy operacji depozytowo-kredytowych z 200 do 100 punktów bazowych oraz rozszerzenie listy aktywów, które mogą być wykorzystywane jako zabezpieczenie operacji kredytowych w Eurosystemie. Wszystkie te środki miały na celu zapewnienie stałej płynności wypłacalnym bankom, pomagając usprawnić funkcjonowanie rynku pieniężnego, przy jednoczesnym sterowaniu krótkoterminowymi stopami procentowymi[38].

Również w roku 2009 EBC prowadził działania będące odpowiedzią na zawirowania na rynkach finansowych. Wszystkie operacje refinansujące w euro i dolarach kontynuowano ze stałą stopą procentową i z pełnym przydziałem (zrealizowano wszystkie oferty). Dodatkowo doraźnie zwiększono zakres zabezpieczeń przyjmowanych do operacji otwartego rynku[39].

24 czerwca 2009 r. przeprowadzono pierwszą długoterminową operację refinansującą z terminem zapadalności jednego roku. W jej wyniku przydzielono 442 miliardów euro (uwzględniono wszystkie oferty banków).

Ponadto 24 września Rada Prezesów EBC postanowiła kontynuować do stycznia 2010 r. prowadzenie operacji z terminem zapadalności jednego tygodnia, zapewniających płynność w dolarach amerykańskich[40].

W artykule wstępnym Biuletynu Miesięcznego EBC na styczeń 2010 r. można odnaleźć informacje, że EBC będzie nadal dostarczać systemowi bankowemu zwiększonej ilości środków kredytowych, mając przy tym na uwadze postępującą poprawę sytuacji na rynkach finansowych i konieczność uniknięcia zakłóceń, które mogłyby wystąpić, gdyby stosowanie środków nadzwyczajnych trwało zbyt długo. Rada będzie też nadal stopniowo wycofywać nadzwyczajne wsparcie płynnościowe, kiedy nie będzie już potrzebne w takim zakresie jak wcześniej. Aby skutecznie zapobiec jakimkolwiek zagrożeniom dla stabilności cen w średnim i dłuższym okresie, dostarczona płynność zostanie we właściwym momencie wchłonięta z powrotem[41].

System Rezerwy Federalnej jest bankiem centralnym USA, utworzonym jako niezależna instytucja rządowa przez Kongres USA 23 grudnia 1913 r. na mocy

[38] Raport roczny Europejskiego Banku Centralnego z 2008 r., s. 110-111.
[39] Biuletyn miesięczny Europejskiego Banku Centralnego, marzec 2009, s. 32.
[40] Biuletyn miesięczny Europejskiego Banku Centralnego, grudzień 2009, s. 38.
[41] Biuletyn miesięczny Europejskiego Banku Centralnego, styczeń 2010 (Artykuł wstępny), s. 4.

ustawy o Rezerwie Federalnej. Fed składa się z 12 regionalnych Banków Rezerwy Federalnej oraz Rady Gubernatorów. Swoją działalność operacyjną rozpoczął w listopadzie 1914 r. Ustawa nakłada na Fed obowiązek utrzymania długookresowego wzrostu agregatów pieniężnych, współmiernie do poziomu potencjalnego, długookresowego tempa wzrostu gospodarczego tak, aby kreować warunki dla maksymalnego zatrudnienia, stabilności cenowej i umiarkowanego poziomu długoterminowych stóp procentowych.

Ustawa o banku centralnym oraz Regulacja A Rady Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej „Pożyczki dla Instytucji Depozytowych" regulują funkcje Fed jako pożyczkodawcy ostatniej instancji. W szczególnych warunkach Fed ma możliwość udzielania bankom wsparcia płynnościowego. Instrumentem, który pozwala Fed dostarczać płynności indywidualnym bankom jest kredyt w ramach okna dyskontowego (*discount window*). Z reguły banki korzystają z tego instrumentu jedynie w wyjątkowych sytuacjach. Fakt zgłoszenia się po kredyt dyskontowy jest dla Fed sygnałem, że bank nie był w stanie zdobyć środków na rynku. Fed udostępnia fundusze instytucjom depozytowym – bankom komercyjnym, kasom oszczędnościowym oraz amerykańskim oddziałom i przedstawicielstwom banków zagranicznych[42].

Fed reguluje płynność banków również za pomocą operacji otwartego rynku. Operacje otwartego rynku przeprowadzane są przez Fed z instytucjami będącymi dealerami papierów wartościowych, określanymi jako *primary dealers*. Fed stosuje operacje *outright* i operacje *repo* oraz *reverse repo*. Transakcje przeprowadzane są na bazie amerykańskich obligacji i bonów skarbowych oraz papierów wartościowych agencji federalnych.

W odpowiedzi na sytuację na rynkach finansowych Fed przeprowadził w sierpniu 2007 r. operację zasilającą na kwotę 12 mld USD. Termin zapadalności tej operacji wynosił jeden dzień. Jednocześnie 17 sierpnia 2007 r. obniżył stopę dyskontową o 50 pkt proc., co oznaczało zredukowanie różnicy w oprocentowaniu pomiędzy operacjami otwartego rynku a kredytami udzielanymi indywidualnym bankom. Ponadto został wydłużony dopuszczalny okres, na który udzielany jest kredyt dyskontowy z 1 do 30 dni. Decyzja ta wpłynęła na znaczące złagodzenie warunków finansowania się banków w Fed.

Fed zdecydował się również na obniżenie stóp procentowych (w reakcji na upadłość banku *Lehman Brothers,* którą ogłoszono 15 września 2008 r.) do najniższego poziomu w historii, 0-0,25%. Fed uzasadnił decyzję coraz cięższą sytuacją na rynku pracy, spadkiem wydatków konsumpcyjnych, produkcji przemysłowej oraz inwestycji.

Dodatkowo rząd amerykański w ciągu roku 2008 zasilił rynek finansowy kwotą około 600 mld USD (w postaci pożyczek, gwarancji i programów restrukturyzacyjnych).

3 stycznia 2010 r. Ben Bernanke stwierdził, że Fed powinien być otwarty na konieczność podwyższania stóp procentowych, w celu umożliwienia prze-

[42] O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, A. Pawlikowski, wyd. cyt., s. 58.

kłuwania przyszłych bąbli spekulacyjnych. Krytycy twierdzą, że Fed utrzymywał stopy procentowe na zbyt niskim poziomie na początku 2000 r., powodując wzrost bąbla spekulacyjnego. Dostrzegają oni również ryzyko związane z utrzymywaniem obecnie przez Fed stopy procentowej blisko poziomu zerowego, a tym samym istnieniem obawy o to, że nowy bąbel spekulacyjny może się formować.

18 lutego 2010 r. Fed zdecydował się na podwyżkę stopy dyskontowej do poziomu 0,75%, pozostawiając główną stopę procentową na poziomie 0,25%. W opublikowanym komunikacie zaznaczono, że nadal konieczne jest utrzymywanie niskich stóp procentowych. Wyższa stopa dyskontowa oznacza, że bank centralny zaczyna wycofywać nadmierną płynność z sektora bankowego[43]. Jednocześnie Prezes Fed Ben Bernanke zaznaczył, że bank centralny Stanów Zjednoczonych posiada instrumenty umożliwiające wyjście z obecnej, łagodnej polityki pieniężnej.

Kształtowanie się podstawowych stóp procentowych wybranych banków centralnych w latach 2008-2009 przedstawia tabela 3.

Tabela 3. Stopy procentowe w wybranych bankach centralnych (w %)

Data	Bank Szwecji	Bank Anglii	NBP	EBC	Fed
10. 2008	4,25	4,5	6,0	3,75	1,5
12. 2009	0,5	0,5	3,5	1,0	0-0,25

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podst. danych banków centralnych.

Warto zauważyć, że wszystkie banki ujęte w tabeli dokonały znaczących, skoordynowanych obniżek stóp procentowych w celu zapewnienia stabilizacji na rynkach finansowych.

Ciekawym przypadkiem jest Japonia. Bank Japonii utrzymuje stopę procentową na poziomie 0,1%. Główna stopa procentowa w Japonii pozostaje na tak niskim poziomie od roku. Japońska gospodarka powoli dźwiga się z głębokiej recesji, ale problemem pozostaje spadek cen, czyli deflacja. W październiku sięgnęła ona w skali roku 2,2 proc., a prognozy Banku Japonii przewidują, że spadek cen może trwać nawet przez trzy lata. Japonia wie najlepiej, jak groźna w skutkach może być deflacja, bo walczyła z nią już w latach dziewięćdziesiątych. Stąd często ten okres nazywany jest „straconą dekadą".

Japoński bank centralny ma coraz mniejsze możliwości, by obniżając stopy procentowe, stymulować wzrost gospodarczy i — co za tym idzie — pobudzać wzrost cen. Skupia się więc na niekonwencjonalnych metodach prowadzenia polityki pieniężnej i to w momencie, gdy inne banki centralne, np. Rezerwa Federalna czy EBC, powoli się z nich wycofują. Bank Japonii oferuje tanie finansowanie dla banków komercyjnych. W grudniu 2009 r. zdecydował się na wpompowanie

[43] http://gb.pl/gielda/komentarze-gieldowe/fed-odpina-bankom-kroplowke.html.

w system finansowy 10 bln jenów (112 mld dol.). Wykorzystuje m.in. tzw. quantitative easing, czyli skupowanie od banków papierów wartościowych (np. obligacji skarbowych czy korporacyjnych) w celu zwiększenia płynności i zachęcenia ich do udzielania większej liczby kredytów[44].

6. Zakończenie

Globalizacja jest fenomenem zmieniającym strukturę ekonomii w poszczególnych krajach oraz w skali międzynarodowej. Czy powoduje ona, że banki centralne powinny w większym stopniu skoordynować politykę pieniężną? Wydaje się, że polityka pieniężna prowadzona przez banki centralne w poszczególnych krajach, a nastawiona na zapewnienie stabilności cenowej jest najlepszym rozwiązaniem kontrolującym inflację i w konsekwencji przyczyniającym się do zachowania stabilności cenowej.

Należy zwrócić również uwagę na fakt, że banki centralne coraz większą uwagę zwracają na problem stabilności finansowej. Jest to z jednej strony efektem postępującej deregulacji i liberalizacji systemu finansowego, z drugiej zaś okresowo pojawiającego się zjawiska intensywnego wzrostu cen aktywów. Również te zjawiska istotnie wpływają na decyzje podejmowane przez banki centralne.

Należy zauważyć, że rosnąca niezależność rynków na całym świecie i wpływ, jaki przepływy pieniężne mają na globalną ekonomię, powodują, że współpraca banków centralnych powinna przybierać nowe formy. Należy w sposób wielostronny analizować krajowe i międzynarodowe rynki finansowe, w celu określenia wpływu, jaki polityka pieniężna i pozostałe działania banku centralnego mają na przepływy kapitałowe i stan płynności w poszczególnych krajach.

Literatura

Apolte T., *Polityka pieniężna i walutowa w zarysie*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok 2006.

Bankowość na świecie i w Polsce, stan obecny i tendencje rozwojowe, red. L. Oręziak, B. Pietrzak, Instytut Naukowo-Wydawniczy OLYMPUS, Warszawa 2001.

Borcuch A., *Globalny system pieniężny*, CeDeWu, Warszawa 2009.

Finanse międzynarodowe, red. B. Bernaś, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.

[44] http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,7379279,Japonia_w_walce_z_deflacja_drukuje_pieniadze.html.

Globalizacja od A do Z, red. E. Czerny, Wydawnictwo Narodowego Banku Polskiego, Warszawa 2004.

Globalizacja i integracja europejska, red. J. Kotyński, PWE, Warszawa 2005.

Globalizacja rynków finansowych — implikacje dla Polski, red. W. Małecki, VIZJA PRESS& IT, Warszawa 2007.

Moutot P., Vitale G., *Monetary Policy Strategy in a Global Environment*, ECB Occasional Paper Series nr 106, sierpień 2009.

Pawłowicz L., Wierzba R., *Sieć bezpieczeństwa a integracja rynków finansowych w UE*, „Bank i Kredyt" 2007, nr 8-9.

Polska wobec światowego kryzysu finansowego, Wydawnictwo Narodowego Banku Polskiego, Warszawa 2009.

Raport roczny Europejskiego Banku Centralnego z 2007 r.

Raport roczny Europejskiego Banku Centralnego z 2008 r.

Rybiński K., *Globalizacja a polityka pieniężna*, Cykl Seminariów Europejskich Studiów Regionalnych i Lokalnych oraz Katedry Unesco, Warszawa 2006.

Rybiński K., *Globalizacja w trzech odsłonach: offshoring, globalne nierównowagi, polityka pieniężna*, Difin, Warszawa 2007.

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

Strefa euro — wyzwanie dla Polski, red. A. Z. Nowak, A. Stępniak, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2003.

Szczepańska O., *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, Wydawnictwo Naukowe SCHOLAR, Warszawa 2008.

Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M., *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, Wydawnictwo Narodowego Banku Polskiego, Warszawa 2004.

Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M., Pawlikowski A., *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej na przykładzie wybranych krajów*, Wydawnictwo Narodowego Banku Polskiego, Warszawa 2004.

Yellen J. L., *Monetary Policy in a Global Environment*, FRBSF Economic Letter, 2006.