

Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
Nr 33/2011

**Globalny kryzys finansowy –
rozważania nad bezpieczeństwem
rynku finansowego**

Pod redakcją naukową
Ilony Romiszewskiej



Wydawnictwo
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu

Komitet Wydawniczy

prof. nadzw. dr hab. Władysław Balicki – przewodniczący
Grażyna Krasowska-Walczak – dyrektor Wydawnictwa WSB w Poznaniu
Andrzej Malecki – sekretarz redakcji Zeszytów Naukowych WSB w Poznaniu
dr Piotr Dawidziak

prof. nadzw. dr hab. Beata Filipiak
prof. nadzw. dr hab. inż. Tadeusz Leczykiewicz
prof. nadzw. dr hab. Ilona Romiszewska
prof. zw. dr hab. Janusz Sawczuk
prof. zw. dr hab. Stanisław Wykrętowicz

Recenzent

prof. zw. dr hab. Wiesława Przybylska-Kapuścińska

Redaktor naczelny serii

prof. nadzw. dr hab. Władysław Balicki

Redaktor naukowy

prof. zw. dr hab. Jan Szambelańczyk
dr Magdalena Szyszko

Redakcja i korekta

Irena Gawron

Redakcja techniczna i skład

Maciej Komorski

Projekt okładki

Jan Ślusarski

© Copyright by Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, 2011

ISSN 1426-9724

Wydawnictwo

Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
al. Niepodległości 2, 61-874 Poznań
tel. 61 655 33 99, tel./fax 61 655 33 97
e-mail: wydawwsb@wsb.poznan.pl, dzialhandlowy@wsb.poznan.pl
<http://www.wydawnictwo.wsb.poznan.pl>

Druk i oprawa: Zakład Poligraficzno-Wydawniczy M-Druk
Wągrowiec, ul. Konopnickiej, tel. 67 268 57 37

Spis treści

Wstęp (<i>Ilona Romiszewska</i>)	5
Ilona Romiszewska Państwo jako stabilizator rynku bankowego w trakcie globalnego kryzysu finansowego	7
Jan Szambelańczyk, Piotr Bodył Szymala Problemy kształtowania wspólnotowego nadzoru nad bankami	51
Bogna Janik Ochrona konsumenta usług finansowych w Unii Europejskiej	81
Maria Magdalena Golec Mechanizmy bezpieczeństwa w uniach kredytowych	95
Artur Stefański, Emilia Stola Wahania kursów walutowych a bezpieczeństwo działalności banków	115
Marcin Bartkowiak Kryzys finansowy a rynek instrumentów pochodnych w Polsce	129
Magdalena Szyszko System prognozowania inflacji i celowanie w prognozę w dobie kryzysu finansowego w wybranych krajach Europy Środkowej	145
Magdalena Musielak-Linkowska Zero jako granica obniżania nominalnych stóp procentowych	173
Summaries	201



Wstęp

Skutki kryzysu, zapoczątkowanego wydarzeniami na rynku kredytów subprime w Stanach Zjednoczonych, dotknęły w sposób bezpośredni lub pośredni większość instytucji działających na rynku finansowym, zwłaszcza zaangażowanych w operacje na zglobalizowanym rynku i określane mianem „systemowo ważne”. Wymagały one podjęcia interwencji przez rządy państw, banki centralne oraz inne instytucje i to zarówno na poziomie kraju, jak i w przestrzeni międzynarodowej. Skala podjętych działań nie miała precedensu w historii rozwoju gospodarczego.

Pracownicy i współpracownicy Katedry Bankowości i Rynków Finansowych Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, jako Autorzy artykułów zamieszczonych na łamach Zeszytu Naukowego, wzięli w tej formie udział w intelektualnej dyskusji nad wybranymi aspektami bezpieczeństwa rynku finansowego w warunkach kryzysu. Kolaż zagadnień towarzyszący tej problematyce musiał spowodować koncentrację jedynie na wybranych aspektach. W naszej ocenie mają one jednak fundamentalne znaczenie dla stabilizacji sytuacji na rynku finansowym, także dzięki jego nowej architekturze bezpieczeństwa. Poruszamy również zagadnienia, które są w literaturze naukowej niezmiernie rzadko poruszane i znane wąskiemu kręgowi specjalistów, jak np. prognozowanie inflacji i celowanie w prognozę w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej. Udział w „bezpieczeństwie” mają również banki centralne, decydujące o wysokości stóp procentowych, a na działania przez nie podejmowane wpływ ma także metodologia wykorzystywana na etapie przygotowania prognoz inflacyjnych.

Autorzy prac wskazali, że kryzys objął wszystkie obszary rynku finansowego, a doświadczenia z niego wyniesione określą nowe rozwiązania, np. w zakresie funkcjonowania międzynarodowych instytucji nadzorczych. Nie ulega wątpliwości, że jego negatywne skutki będą odczuwalne także przez następne pokolenia.

Przemyślenia nad szeroko rozumianym pojęciem bezpieczeństwa wybranych segmentów rynku finansowego skłaniają do sformułowania konkluzji. Po pierwsze, bezpieczeństwo warunkuje stabilność systemu finansowego, a zatem wpływa w sposób bezpośredni na rozwój społeczny i gospodarczy współczesnego świata. Po drugie, jego osiągnięcie pozostaje niesłychanie trudne w dobie dynamicznych zmian, gdyż nie ma on wymaganej skłonności przystosowawczej.

Natomiast wśród wniosków szczegółowych, wynikających z prowadzonych rozważań, wyeksponować można następujące:

- ze względu na zdolność do generowania kapitału, państwo było jedyną siłą sprawczą zdolną do podjęcia interwencji, a podjęte działania skierowane były na stabilizację rynków finansowych. Nie rozwiązało jednak żadnej z przyczyn, które doprowadziły do powstania kryzysu (Ilona Romiszewska);
- kolejne kryzysy bankowe zmieniają osąd o skuteczności metod stabilizowania systemu bankowego i skłaniają bądź do doskonalenia tych metod, bądź poszukiwania nowych. Problem polega głównie na tym, że każdy kolejny kryzys ma nietożsamą naturę. Brak ciągłości czy liniowego rozwoju bankowego skłania zatem do stosowania metod niestandardowych o charakterze hermeneutycznym (Jan Szambelańczyk, Piotr Szymala);
- ochrona konsumenta usług finansowych poprzez stosowanie mechanizmów *ex ante* i *ex post* sprzyja zachowaniu równowagi na rynku finansowym i jest konieczna dla jego prawidłowego rozwoju, przyczynia się również do zwiększenia bezpieczeństwa obywateli (Bogna Janik);
- mechanizmy bezpieczeństwa w uniach kredytowych (w Polsce są to spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe), działających jako podmioty niebankowe, w praktyce mogą podlegać regulacjom odmiennym od banków (Maria Golec);
- pomiędzy poziomem walutowych kredytów nieregularnych a kursami walutowymi występuje silny, prawie liniowy związek. Wraz ze wzrostem kursu euro, jak i dolara następuje zwiększenie kredytów niespłaconych z około trzymiesięcznym opóźnieniem, a w przypadku zmiennej – współczynnik wypłacalności, wzrost kursów walutowych powoduje spadek poziomu współczynnika wypłacalności banku z opóźnieniem około 6 miesięcy (Emilia Stola, Artur Stefański);
- słabości polskiego rynku instrumentów pochodnych spowodowały, że kryzys finansowy miał niewielki wpływ, dotknął on jednak głównie te segmenty rynku, na których działają inwestorzy indywidualni (Marcin Bartkowiak);
- system prognozowania inflacji i celowanie w prognozę w dobie kryzysu finansowego w wybranych krajach Europy Środkowej wskazują, że w okresach napięć na rynkach finansowych decydenci polityki zmieniają stosowane standardowo narzędzia i procedury (Magdalena Szyszko);
- władze monetarne powinny być przygotowane do kreatywnego, odważnego działania w nowych warunkach makroekonomicznych (Magdalena Musielak-Linkowska).

Zaprezentowane poglądy i różne stanowiska stanowić mogą zaczn interesującej dyskusji i polemiki. Zapraszam w imieniu Autorów wszystkich Czytelników do podzielenia się z nami swoimi przemyśleniami w kwestii bezpieczeństwa rynku finansowego.

Ilona Romiszewska

Ilona Romiszewska

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

Państwo jako stabilizator rynku bankowego w trakcie globalnego kryzysu finansowego

Rozwiązanie tego kryzysu nie jest możliwe metodami rynkowymi

Profesor Nouriel Roubini, New York University

31 III 2008 r.

Streszczenie. *Globalny kryzys finansowy zmusił banki centralne, a przede wszystkim rządy 19 państw do udzielenia pomocy instytucjom kredytowym na skalę nieznaną w historii rozwoju gospodarczego. Wystąpiły one jako siła sprawcza (i de facto jedyna) stabilizująca rynki finansowe, a tym samym i gospodarkę realną.*

Rozważania autorki koncentrują się na identyfikacji i skuteczności instrumentów wykorzystanych przez państwa i banki centralne do ratowania zarówno pojedynczych banków, jak i sektora bankowego oraz ocenie rozmiarów i skuteczności stosowanych rozwiązań. Badania obejmują okres od początku kryzysu, tj. 2007 r., do sierpnia 2010 r.

Uznano, że – niezależnie od toczących się wśród teoretyków i praktyków gospodarczych sporów na temat roli państwa w gospodarce – nie było alternatywy dla tego zaangażowania. O ile jednak udzielenie pomocy przez państwo na rzecz ograniczenia skutków kryzysu należy uznać za naturalne, gdyż jedynie ono posiada zdolność do mobilizacji i kreacji kapitału, o tyle dyskusyjne pozostają jej formy i zakres. Otrzymana pomoc zachęca bowiem banki do hazardu moralnego (moral hazard) i to w stopniu jeszcze większym niż miało to miejsce przed kryzysem. To oznacza, że państwo pozostaje zakładnikiem wielkich, systemowo ważnych instytucji. W tej sytuacji winno ono i jego instytucje aktywnie zaangażować się w organizację nowej architektury rynków finansowych, zapewniającej w zglobalizowanym świecie ich większą stabilność. Krytycznie także oceniono możliwe konsekwencje podejmowanych działań dla wzrostu gospodarczego.

1. Wprowadzenie

Zapoczątkowany w 2007 r.¹ na amerykańskim rynku kredytów *subprime* kryzys na rynkach finansowych zmusił rządy wielu państw, w tym przede wszystkim europejskich oraz Stanów Zjednoczonych², do podjęcia interwencji na skalę nieznaną w historii rozwoju gospodarczego³. Wystąpiły one jako siła sprawcza (i *de facto* jedyna) stabilizująca rynki finansowe, a tym samym i gospodarkę. Niezależnie bowiem od prowadzonej polityki gospodarczej państwo nie zostało zwolnione z realizacji swych podstawowych obowiązków, które w sferze gospodarczej odnieść można do korygowania mechanizmu rynkowego, ograniczenia wpływu negatywnych efektów zewnętrznych czy też dążenia do przeciwdziałania niestabilności gospodarki, spowodowanej wahaniami koniunktury i recesją.

Rola, jaką rynki finansowe (traktowane jako dobro publiczne) odgrywają w gospodarce i jej rozwoju wymusza wręcz zaangażowanie państwa w podejmowanie działań ograniczających skutki ewentualnego upadku banków. Od nich bowiem, głównych pośredników finansowych, zależy rozwój gospodarki realnej.

Należy także zwrócić uwagę, że banki potrzebują rynku, gdyż tu realizują swoje dochody, zarządzają ryzykiem, a także refinansują się. Równocześnie są jednak nastawione na zysk i dążą do wzrostu swojej wartości. Ten dualizm musi pozostawić w gestii państwa i jego instytucji prawo do uzgodnień na płaszczyźnie międzynarodowej wielu regulacji nadzorczych⁴. Także w czasie kryzysu przedstawiciele państw koordynowali interwencje na poziomie międzynarodowym, wykorzystując przede wszystkim spotkania szefów państw i rządów najbardziej rozwiniętych państw w ramach G-8 i G-20.

¹ Za początek kryzysu przyjęto dzień, w którym ogłoszono upadłość dwóch funduszy hedgingowych należących do amerykańskiego banku inwestycyjnego *Bear Stearns*, który to w 2008 r. został sprzedany holdingowi *JP Morgan Chase*.

² Banki na pozostałych kontynentach nie były i nie są dotknięte w takim stopniu skutkami kryzysu, natomiast „pomocy” wymagały ich gospodarki. Dotoczyło to nawet gospodarki chińskiej, która jako jedyna wśród największych gospodarek świata odnotowała dodatnie tempo wzrostu Produktu Krajowego Brutto (PKB), np. w pierwszej połowie 2009 r. o 7,9%, a w całym roku o 9,1%. Rząd wsparł jednak rozwój gospodarki w listopadzie 2008 r. kwotą 586 mld USD. Przeznaczono ją na inwestycje w obszarze infrastruktury transportowej, ochrony środowiska, a także zabezpieczenia zdrowotnego i socjalnego).

³ Odmiennego zdania są analitycy ekonomiczni *Deutsche Bank* w: *Deutsche Bank Research, Direkte fiskalische Kosten der Finanzkrise*, 1. Juli 2010, s. 5-6. Należy jednak podkreślić, że przedmiotem ich badań był udział nakładów poniesionych przez państwo w trakcie kryzysu bankowego w stosunku do Produktu Krajowego Brutto (PKB). Najwyższy był w Japonii w latach 1992-2005 – ok. 27%, Finlandii w latach 1991-1994 (10%).

⁴ Ten obszar regulacji nadzorczych obejmuje m.in. określenie współczynnika adekwatności kapitałowej.

Podjęte przez rządy państw działania zastępowały mechanizmy rynkowe i skierowane były na rzecz utrzymania płynności rynku (ogromną rolę odegrały tu również banki centralne), budowy zaufania do i pomiędzy instytucjami pośrednictwa finansowego oraz na wzmocnienie kapitałowe banków. Były one uzależnione od rozwoju sytuacji na rynku finansowym, a w efekcie miały zapewnić pozyskanie finansowania przez gospodarkę realną. Zaangażowanie państwa na rzecz ograniczenia skutków kryzysu należy uznać za naturalne, gdyż jedynie ono posiada zdolność do mobilizacji i kreacji kapitału. Nie istniała także żadna instytucja zdolna do podjęcia działań ograniczających rozmiary tej zapaści. Dyskusyjne natomiast pozostają formy i zakres tej interwencji.

Należy również zauważyć, iż nie tylko błędy uczestników rynku finansowego, ale i popełnione w polityce gospodarczej realizowanej w okresie poprzedzającym wybuch kryzysu, czynią państwa⁵ (i instytucje działające w jego imieniu) współodpowiedzialnymi za jego wywołanie. Kryzysogenna okazała się zwłaszcza polityka realizowana na początku XXI w. przez władze amerykańskie, gdy to m.in. spadek cen akcji (przewartościowanych zresztą) spółek telekomunikacyjnych i internetowych, a także II wojna w Zatoce Perskiej doprowadziły do załamania nastrojów społecznych i koniunktury gospodarczej. Zaistniała w tej sytuacji pilna konieczność znalezienia metod zapewniających ożywienie gospodarcze. Jednym z narzędzi stała się polityka niskich stóp procentowych, realizowana przez System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (*Federal Reserve System*, FED)⁶. Czynnikiem wzmacniającym popyt na kredyty, zwłaszcza hipoteczne (w tym tzw. *subprime*, pożyczki hipoteczne wysokiego ryzyka), były zapisy ustawy federalnej *Community Reinvestment Act*⁷ nakładającej na banki komercyjne i oszczędnościowe obowiązek kredytowania socjalnie słabych klientów.

Gdyby odwołać się tylko do opinii polskich ekonomistów diagnozujących przyczyny wystąpienia kryzysu na rynkach finansowych, to można by znaleźć wśród nich zarówno takie, które przypisują polityce realizowanej przez państwa wyłączną odpowiedzialność za jego wywołanie⁸, jak i „tylko” znaczącą współodpowiedzialność⁹. Amerykański ekonomista John B. Taylor uważa, że to działania i interwencje państwa spowodowały kryzys finansowy¹⁰.

⁵ Zwraca uwagę wielu naukowców, praktyków, a nawet polityków. Por. m.in. *Helmut Schmidt gibt Regierungen eine Mitschuld an der Krise*, „Die Zeit”, 28.11.2009.

⁶ W 2002 r. stopy kształtowały się na poziomie ok. 2% i kształtowały się poniżej poziomu inflacji.

⁷ Zob. Uchwalona przez Kongres Amerykański jeszcze w 1977 r. wielokrotnie nowelizowana (www.ffiec.gov/CRA/).

⁸ Por. L. Balcerowicz, *Gastkommentar: Der innere Feind des Kapitalismus*, „Financial Times”, 13.04.2009 r.

⁹ Zob. W. M. Orłowski, *Dziesięć przyczyn kryzysu i ich analiza*, w: J. Szambelańczyk, *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, Warszawa 2009, s. 7-15.

¹⁰ J. B. Taylor, *Zrozumieć kryzys finansowy*, Warszawa 2009.

Przyczyną destabilizacji rynku finansowego było zatem dążenie managerów do uzyskania jak najwyższej rentowności, czemu najczęściej towarzyszył hazard moralny, ale co przekładało się (przynajmniej przejściowo) na uzyskanie wysokich korzyści finansowych (bonusów) i na pozyskanie akceptacji akcjonariuszy zainteresowanych jak najwyższym zyskiem. Zarządy banków musiały również wyjść poza tradycyjny obszar bankowości i skoncentrować się na bankowości inwestycyjnej, obciążonej wysokim ryzykiem, ale niewymagającej takiego pokrycia kapitałowego. To dążenie do uzyskania doraźnych efektów, a nie długofalowych korzyści, stanowiących podstawę wynagradzania doprowadziło m.in. do aktywnego wykorzystania możliwości lewarowania, czyli wykorzystania dźwigni finansowej podczas inwestowania, np. na rynku kontraktów terminowych. Mimo wielkiej popularności tych instrumentów podkreślić należy, że towarzyszące im ryzyko nie jest do końca rozeznane, a w związku z tym najczęściej pozostaje także niedoszacowane. Zwłaszcza to towarzyszące procesowi sekurytyzacji wielkich woluminów ryzyka kredytowego i będące skutkiem „zapakowania” ich w różnego rodzaju strukturyzowane produkty (RIMBS, CDO). Powszechnie stosowana, a błędna i dramatyczna w skutkach, okazała się także koncepcja przyjęta przy ich konstrukcji. Zakładano bowiem, że transferowanie ryzyka z miejsca jego powstania do miejsca, które łatwiej je akceptuje (dzięki „zaparkowaniu” u wielu inwestorów) zwiększa bezpieczeństwo obrotu finansowego. Fatalna w skutkach dla wielu banków, w tym i niemieckiego banku kredytu hipotecznego *Hypo Real Estate*, okazała się strategia długoterminowego kredytowania i krótkoterminowego finansowania własnego.

Zjawiska kryzysowe immanentnie towarzyszą rozwojowi bankowości na przestrzeni wieków, jednak nigdy wcześniej nie wymagały one aż tak znaczącego zaangażowania państwa¹¹. Spośród przyczyn takiego stanu wymienić należy globalizację, oznaczającą umiędzynarodowienie banków i instrumentów finansowych. W zglobalizowanym świecie przedmiotem międzynarodowego obrotu stały się nowoczesne instrumenty finansowe, w tym i sekurytyzowane papiery o podwyższonym ryzyku. To jednak spowodowało, że banki posiadające je w swych bilansach ulegały szybkiej „infekcji”. Stąd też powstał problem daleko wykraczający poza kondycję pojedynczych banków, czy też szerzej instytucji finansowych na płaszczyźnie narodowej. Nadto dynamiczny wzrost – zwłaszcza w ostatnich kilkun-

¹¹ Do tej pory państwo podejmowało interwencje w odniesieniu do systemu bankowego (a nie pojedynczych banków!) jedynie w trakcie kryzysu skandynawskiego na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX w., który miał charakter systemowy. Szerzej m.in. O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, *Kryzysy finansowe w krajach skandynawskich*, NBP Materiały i Studia, Zeszyt 216; K. Sandal, *The Nordic Banking Crises in the Early 1990s-Resolution Methods and Fiscal Costs*, w: T. More, J. Solheim, B. Vale (eds.), *The Norwegian Banking Crisis*, Norges Banks Skriftserie Occasional Papers, nr 332004, s. 77-115.

stu latach – wielkości aktywów bankowych oraz postępująca koncentracja branży spowodowała, że o kondycji rynku decyduje coraz mniejsza liczba podmiotów. O rozmiarach kryzysu świadczy fakt, iż wywołał on powszechną i ożywioną dyskusję o gospodarce kapitalistycznej i zasadach funkcjonowania wolego rynku.

Rządy przystąpiły do interwencji na rynku finansowym nie dysponując niezbędną infrastrukturą tak w znaczeniu prawnym (brak uregulowań zarówno na poziomie państwa, jak i międzynarodowym), jak i wyposażenia w niezbędne środki finansowe (spowodowane m.in. już istniejącym zadłużeniem budżetów publicznych). Brakowało nawet intelektualnych przemyśleń. Niewielu bowiem ekonomistów przestrzegało przed konsekwencjami wynikającymi z kontynuowania modelu rozwoju realizowanego przez największe banki świata¹². Co prawda już zagadnienia dotyczące bezpieczeństwa rynku finansowego stanowiły istotny obszar zainteresowań praktyków oraz teoretyków, zwłaszcza w kontekście utworzenia pożyczkodawcy ostatniej instancji (*lender of last resort*)¹³. Teoretyczną koncepcję wyjaśniającą zasadność jej powołania stworzyli jeszcze w XIX w. – H. Thornton i W. Bagehat, opowiadający się za nieudzielaniem pomocy niewypłacalnym instytucjom¹⁴. Funkcja ta nadal nie jest jednak zakotwiczona w większości narodowych systemów prawnych, ale panuje daleko idąca akceptacja odnośnie do konieczności istnienia takiej instytucji i to nie tylko na poziomie krajowym, ale i międzynarodowym. Przedmiotem sporów pozostaje zarówno poziom interwencji, jak i jej adresaci. Problemem dyskusyjnym i rozważanym także w Unii Europejskiej (UE) jest zakres i moment interwencji. W zasadzie przeważał pogląd, że realizowana winna być przez bank centralny lub ponadnarodową instytucję, jaką jest Europejski Bank Centralny (*European Central Bank*, ECB), i powinna mieć miejsce w przypadku braku płynności, a nie upadłości banków. Brakowało instytucjonalnej architektury nadzoru nad jednolitym rynkiem finansowym Unii Europejskiej¹⁵, jak i szerszym – ponadnarodowym. Należy pamiętać, że dopiero w ostatniej dekadzie września 2010 r. Parlament Europejski zatwierdził powołanie unijnego nadzoru finansowe-

¹² Przyjęto założenie o efektywności rynku finansowego, a w słownikach długo nie istniało pojęcie „bańki”, pomijano także rolę czynnika ludzkiego i psychologicznego, skłaniając się raczej ku modelom matematycznym. Jednakże m.in. szwajcarski naukowiec Didier Sornette, korzystając z modelu matematycznego, w 2004 r. obliczył, że „bańka” na amerykańskim rynku nieruchomości pęknie w 2006 r. Por. wywiad P. Teuwsena z Profesorem: *Ich will spielen*, „Die Zeit” z 6 XI 2009.

¹³ Koncepcja instytucji pożyczkodawcy ostatniej szansy koncentrowała się na niesieniu pomocy pojedynczym bankom (rzadziej rynkowi finansowemu, chociaż taka sytuacja miała miejsce w 1995 r. w przypadku najstarszego brytyjskiego banku inwestycyjnego – *Barings*) borykającym się z problemem płynności, a nie wypłacalności.

¹⁴ Por. m.in. A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego*, Warszawa 2008, s. 303-358.

¹⁵ Ibidem, s. 217-271, jak również m.in. M. Iwanicz-Drozdowska, *Sieć bezpieczeństwa finansowego a działalność konglomeratów finansowych*, w: M. Iwanicz-Drozdowska, *Konglomeraty finansowe*, Warszawa 2007, s. 89-107.

go¹⁶. Interwencyjne działania podejmowane przez państwa, zwłaszcza w 2007 i 2008 r., wynikały także z głęboko zakorzenionego historycznie ukształtowanego przeświadczenia, że ważne systemowo banki nie mogą upaść (*too big too fail*)¹⁷.

To z konieczności tylko najważniejsze przyczyny, dla których rządy i banki centralne przymuszone zostały dynamiką toczących się zdarzeń na rynkach finansowych do podjęcia działań, początkowo *ad hoc* w stosunku do pojedynczych instytucji, a począwszy od października 2008 r. przygotowano w wielu państwach kompleksowe programy pomocowe adresowane nie tylko do banków, ale do całego sektora finansowego oraz pakiety koniunkturalne. Ten kryzys okazał się bowiem nie tylko problemem deponentów i właścicieli, ale też stabilności i wydolności gospodarczej kontynentu, a nawet gospodarki światowej.

Poniższe rozważania koncentrują się na zidentyfikowaniu instrumentów ratowania zarówno banków, jak i sektora bankowego, stosowanych przez państwa oraz banki centralne w trakcie kryzysu globalnego. Zmierzają także do oszacowania poniesionych nakładów i oceny skuteczności przyjętych rozwiązań. Cezurę badań wyznacza początek kryzysu, tj. 2007/2008 r., a kończy połowa 2010 r. Wskazano także na możliwe konsekwencje tej interwencji dla rozwoju systemów bankowych. Należy podkreślić, że w tym okresie aż 19 państw udzieliło pomocy bankom, a część z nich także wsparła system finansowy¹⁸. Wykorzystana przez rządy paleta instrumentów miała w każdym przypadku ograniczyć straty lub chociaż rozłożyć je w czasie umożliwiającym powrót do wykorzystania metod komercyjnych przez pośredników finansowych. Równocześnie blisko 30 państw przygotowało i wdrożyło pakiety rozwoju koniunktury gospodarczej¹⁹. Warto podkreślić, że rządy podjęły działania ratunkowe dopiero wówczas, gdy instrumentarium wykorzystywane przez banki centralne okazało się niewystarczające dla utrzymania stabilności rynku finansowego.

Nie zawsze możliwe jest przedstawienie wysokości zaangażowania poszczególnych państw, co wynika z powściągliwości właściwych instytucji narodowych odnośnie do publikowania danych, np. brytyjski *National Audit Office* (NAO)

¹⁶ W 2011 r. rozpoczną działalność trzy nowe instytucje nadzorcze, tj. Europejski Organ Nadzoru Bankowego (EBA), Europejski Organ Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA) oraz Europejski Organ Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), który obejmie również agencje ratingowe. Zadaniem Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ESRB) złożonej głównie z delegatów banków centralnych będzie ostrzeżenie o narastającym ryzyku w europejskiej gospodarce.

¹⁷ Udział sektora bankowego w amerykańskim PKB wynosi zaledwie 4%, a w 2006 r. osiągnął 1/3 zysków wszystkich przedsiębiorstw.

¹⁸ Do czerwca 2009 r. Komisja UE zaakceptowała pomoc państwa dla sektora finansowego we Francji na poziomie 18,1% Produktu Krajowego Brutto (PKB), w Niemczech – 24,4%, Wielkiej Brytanii – 41,6%, Irlandii – 231,8% i Danii – 259,4%. Por. M. Weber, *Wie gelingt die Sanierung von Kreditinstituten*, „Die Bank” nr 4/2010.

¹⁹ Według informacji Światowej Organizacji Handlu z lipca 2009 r.

poinformował o nim dopiero 3 grudnia 2009 r.²⁰ Nadto należy zwrócić uwagę, że przynajmniej część zaangażowanych środków publicznych zostanie przez banki w przyszłości zwrócona²¹, a zatem dopiero za kilkanaście lat możliwe będzie pełne oszacowanie kosztów.

2. Czy państwo winno angażować się w gospodarkę?

Kwestie związane z zaangażowaniem się państwa w procesy gospodarcze zaważadnęły umysłami ekonomistów właściwie wraz ze stworzeniem przez Arystotelesa pojęcia *oikonomia* (gr.)²². Adam Smith opowiadając się za systemem gospodarczym wolnym od państwowych wpływów przyjął jednak założenie, że firmy odpowiedzialnie (i moralnie) gospodarują swoim kapitałem i pracownikami²³.

Natomiast w nurcie teorii uzasadniających interwencję państwa w przypadku zawodności rynku należy wskazać na przełomowy w tym zakresie dorobek Johna M. Keynesa, powstały pod wpływem doświadczeń wielkiej depresji przełomu lat dwudziestych i trzydziestych XX w., kwestionujący zasady liberalnej myśli ekonomicznej. W *Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza* dowodzi on konieczności wręcz angażowania się państwa, poprzez uruchomienie programów wspierających rozwój koniunktury²⁴.

We współczesnym świecie nadal widoczny jest wpływ tych koncepcji. W Niemczech, pozostających pod wpływem idei socjalnej gospodarki rynkowej²⁵, istnieje przekonanie o konieczności stworzenia klarownych reguł dla funkcyjono-

²⁰ Prawdopodobnie koszty ratowania banków przez rząd brytyjski należy oszacować na 850 mld £, co stanowi ok. 60% brytyjskiego PKB i 14 tys. £ na mieszkańca. Ile rzeczywiście będzie kosztowała ta interwencja, będzie wiadomo, gdy możliwe będzie porównanie kosztów przejścia udziałów w bankach z uzyskanym dochodem z ich sprzedaży. Do listopada 2009 r. udzielona pomoc rządowa (wzmocnienie kapitałów i z tytułu straconych kredytów) wyniosła 117 mld £, por. M. Theurer, *850 Milliarden Fund für die Banken*, „Frankfurter Allgemeine Zeitung” (FAZ), 5 grudnia 2009.

²¹ Tak jak to się stało w Skandynawii po kryzysie lat dziewięćdziesiątych XX w.

²² Termin ten spotkamy jednak po raz pierwszy u Ksenofonta.

²³ Był także wykładowcą przedmiotu „Filozofia moralna” na Uniwersytecie w Glasgow, autor *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów* t. 1 i t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.

²⁴ J. M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.

²⁵ Pojęcie socjalnej gospodarki rynkowej wprowadził Alfred Müller-Armack, doradca Federalnego Ministra Gospodarki Ludwiga Erharda – twórcy niemieckiego cudu gospodarczego, jest ono także nierozdzielnie związane z Walterem Euckenem przedstawicielem fraiburskiej szkoły ordoliberalizmu.

wania rynku, rozumianego jako dobro wspólne całego społeczeństwa. Ingerencja państwa w gospodarkę jest usprawiedliwiona jedynie w celu eliminowania nieefektywności wolnego rynku i jego niehumanitarności (m.in. dzięki polityce socjalnej).

Przeciwwagę dla myśli teoretycznej opowiadającej się za zaangażowaniem się państwa stanowią koncepcje liberalne, formułowane współcześnie m.in. przez Milтона Friedmana, konsekwentnie opowiadającego się za wycofaniem państwa z gospodarki. Nawet w okresie załamania gospodarczego lat siedemdziesiątych XX w., pozostającego pod wpływem kryzysu naftowego, inflacji i bezrobocia pozostawał on krytykiem państwa socjalnego, gospodarczo zaangażowanego, określając tego rodzaju państwo jako „drogie monstrum”. Nie akceptował działań podejmowanych przez państwo, których celem jest rozwój konsumpcji w okresie recesji i jej ograniczenie w czasie wzrostu gospodarczego. Dzięki zachowaniu kontroli nad polityką pieniężną to bank centralny miał czuwać nad poziomem inflacji. W latach osiemdziesiątych XX w. koncepcja ta była niezwykle atrakcyjna dla coraz większej liczby państw, w tym dla Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii.

Z kolei Joseph Stiglitz, amerykański noblista (2001 r.), odnosi się niezwykle krytycznie do deregulacji rynku, gdyż jego zdaniem zarówno koncernom, jak i rynkom finansowym pozostawiono zbyt duży wpływ, a kraje rozwijające się mają z kolei zbyt mało prawa do współdecydowania. Domaga się także „fair gospodarki światowej”, która zorganizowana jest na zasadzie „światowego układu społecznego” i pozostaje kontrolowana przez „globalny urząd konkurencji”²⁶. Konieczność regulacji rynków, na co wskazują także doświadczenia bieżącego kryzysu finansowego i gospodarczego, potwierdza również Paul Krugman²⁷. Dowodzi on, że rynki pozbawione regulacji mogą rozwinąć się w sposób niekontrolowany i wielokrotnie w trakcie kryzysu opowiadał się za koniecznością zmiany tej sytuacji²⁸.

Przytoczone z konieczności tylko niektóre wątki dyskusji ekonomistów wskazują na znaczące rozbieżności w poglądach, a zatem otwartą kwestią pozostaje konstrukcja spójnej teorii – umożliwiającej wyjaśnienie podejmowania interwencji przez państwo w przypadku zawodności rynku.

Skoro brak jest zgodności co do zasadności i konieczności interwencji państwa w proces gospodarczy, to chociaż pokrótce należałoby się zastanowić nad przesłankami, które zadecydowały o jej podjęciu. Przecież banki nie mają, z wyjątkiem np. Luksemburga (29,1%) czy Irlandii (10,9%), znaczącego udziału

²⁶ *Globalization and Its Discontents*, DC: W.W. Norton Company, Washington 2002; *Globalizacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.

²⁷ Laureat Nagrody Nobla w 2008 r.

²⁸ P. Krugman przedstawia swoje eseje na łamach „New York Times”. „Gazeta Wyborcza”, 31 X-1 XI 2009, przedrukowała jego esej o kryzysie ekonomii i odpowiedzialności ekonomistów, a także odpowiedzi polemiczne, por. m.in. J. Czochrane i in., *Polemiki wokół eseju noblisty. Paul, to ty nic nie zrozumiałeś*, „Gazeta Wyborcza”, 7-8 XI 2009, s. 25.

w wytworzeniu wartości dodanej (udział w % w PKB). W Niemczech ukształtował się on na poziomie 3,4 %, a w pozostałych krajach Unii Europejskiej od 2 do 5,5%²⁹. Należy jednak pamiętać, że państwo czerpie znaczące dochody z tytułu opodatkowania tych instytucji, np. w USA udział sektora w PKB wynosi około 4%, ale osiągnął on aż 1/3 zysków przedsiębiorstw (2006 r.).

Brak jest również dowodów wskazujących na przewagę państwa nad innymi organizacjami w rozwiązywaniu problemów, wynikających z zawodności rynku, a także na jego przewagę w stosunku do prywatnych inwestorów w procesie zarządzania instytucjami kredytowymi. Można tu odwołać się do doświadczeń niemieckiego systemu bankowego, w którym tzw. sektor publicznoprawny³⁰ ma co prawda wysokie udziały rynkowe, ale cechuje go niska rentowość i co więcej banki krajów federacji (*Landesbanken*) są wyjątkowo dotknięte skutkami bieżącego kryzysu.

Jakimi zatem motywami mogły kierować się państwa podejmując interwencje w trakcie kryzysu, zapoczątkowanego na rynku kredytów *subprime*? Wśród wielu, w tym także wcześniej wymienionych, należy zwrócić uwagę na trzy. Po pierwsze, pomocne okazało się tu zwłaszcza doświadczenie wyniesione z wielkiej depresji przełomu lat dwudziestych i trzydziestych XX w. W latach następnych za główną przyczynę jej rozwoju i długotrwałości uznano bowiem brak pomocy ze strony ówczesnych rządów.

Po drugie, interwencja została wymuszona szczególną pozycją banków – pośredników finansowych na stanowiącym dobro publiczne rynku finansowym. Mimo tendencji deregulacyjnych, państwo nadal kształtuje przynajmniej niektóre z warunków funkcjonowania tego wrażliwego obszaru gospodarki. Oznacza to współdziałanie m.in. w tworzeniu regulacji nadzorczych, swoistego rodzaju hamulców dla ich operacyjnej działalności³¹. Państwo realizuje także obowiązek budowy zaufania i zapewnienia możliwości prowadzenia działalności gospodarczej, a stabilizacja systemu finansowego jest zatem podstawowym warunkiem zapewnienia rozwoju gospodarczego.

Po trzecie, istnieje powszechna świadomość funkcjonowania na rynku zglobalizowanym, o wykształconych i daleko idących współzależnościach. Nigdy wcześniej nie było instytucji kredytowych uznanych za systemowo znaczące. Wydaje się zatem, że w tym sensie nie można traktować tej interwencji w kategoriach „socjalistycznej pomocy dla przedsiębiorstw”, jak to czyni J. Kornai³².

²⁹ Dane dla 2005 r., por.: Bankenverband Deutscher Banken, *Banken 2008*, Berlin 2008, s. 20. Warto także odwołać się do danych ilustrujących sumę bilansową sektora bankowego w stosunku do PKB, i tak w 2008 r. wyniosła ona (w %) w Luksemburgu – 2541, Irlandii – 760, Niemczech – 316, Polsce – 72, Rumunii – 62, za www.ftd.de/politik/europa, wgląd 27 VIII 2010 r.

³⁰ Są to banki krajów federacji (*Landesbanken*), kasy oszczędnościowe, a także niektóre banki specjalistyczne, np. *KfW* i kasy budowlano-oszczędnościowe.

³¹ M.in. odnoszących się do kapitałów własnych i pomiaru ryzyka, nadzoru nad depozytami.

³² J. Kornai, *Widmo socjalizmu krąży nad światem*, „Gazeta Wyborcza”, 11-12 VII 2009, s. 23-24.

Również Komisja Europejska opowiadająca się od lat i to w sposób zdecydowany za eliminacją państwowej pomocy generowanej ze środków podatników i wspomagającej banki³³ oraz przedsiębiorstwa, jako działalności zakłócającej konkurencję, została zmuszona dynamiką wydarzeń do określenia w lipcu 2009 r.³⁴ wspólnych zasad jej udzielania. Obowiązują tu trzy podstawowe uwarunkowania, tj. banki otrzymujące pomoc muszą w długoterminowej perspektywie osiągnąć rentowność niepodtrzymywaną dodatkowym wsparciem publicznym, nadto banki i ich właściciele winni ponosić odpowiednią część kosztów restrukturyzacji oraz powinny zostać podjęte środki w celu ograniczenia zakłócenia konkurencji na jednolitym rynku³⁵.

W tej sytuacji interwencję państwa w okresie kryzysu należy uznać za zasadną i bezalternatywną, problemem pozostają jednak warunki, na jakich angażuje się ono w działalność operacyjną banków, a przede wszystkim średnio- i długoterminowe skutki tego rodzaju działalności dla stabilności rozwoju społeczno-gospodarczego.

3. Interwencje banków centralnych i rządów państw podejmowane po upadku amerykańskiego banku inwestycyjnego *Lehman Brothers*

Mimo istniejących różnic pomiędzy poszczególnymi państwami co do zakresu angażowania się w procesy gospodarcze, rządy wszystkich krajów dotkniętych skutkami kryzysu podjęły działania zmierzające do ograniczenia jego skutków. Wykazywały one daleko idące podobieństwa, ale dostrzec można i znaczące różnice, te ostatnie także w odniesieniu do czasu ich podjęcia. Czynnikiem determinującym był bowiem rozwój wydarzeń na rynku narodowym. Uwagę zwracają także prowadzone w całym okresie będącym przedmiotem analizy aktywne dzia-

³³ Vide wieloletnie spory o gwarancje właścicielskie dla niemieckich banków krajów federacji (*Landesbanken*), tj. *Anstaltlast* i *Gewährträgerhaftung*.

³⁴ Przedstawiła wytyczne dotyczące pomocy restrukturyzacyjnej udzielanej przez państwa członkowskie na rzecz banków, w których poinformowała o sposobie oceny. Zob. także Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej C 195 z 19.08.2009, s. 9-20, Komunikat Komisji w sprawie przywrócenia rentowności i oceny środków restrukturyzacji stosowanej w sektorze finansowym w dobie kryzysu zgodnie z regułami pomocy państwowej.

³⁵ Wytyczne te mają obowiązywać do końca grudnia 2010 r. i stanowią uzupełnienie wcześniej opublikowanych, dotyczących gwarancji państwa, dokapitalizowania i postępowania z aktywami o obniżonej jakości. Podstawą prawną do sformułowania wytycznych jest art. 87 ust. 3 lit. B Traktatu Wspólnot Europejskich, który zezwala na udzielanie pomocy mającej na celu zaradzenie poważnym zaburzeniom w gospodarce.

łania podejmowane przez banki centralne. Pełniły one funkcję pożyczkodawców ostatniej szansy. Do upadku *Lehman Brothers*, któremu amerykańska administracja rządowa odmówiła udzielenia pomocy, to właśnie na nich spoczywał główny ciężar stabilizacji rynków finansowych.

Postulat odnoszący się do utworzenia instytucji wspierającej banki, czyli zapatrującej je w pieniądź w okresie kryzysu bankowego i zapobiegającej w ten sposób przenoszeniu zjawiska na inne podmioty rynku bankowego czy też finansowego, pojawił się już w XIX w.³⁶ Domagano się jednak od podmiotu korzystającego z tego rodzaju pomocy uruchomienia rezerw lub posiadania zabezpieczeń (głównie papierów wartościowych). Z kolei realizacja tej funkcji przez bank centralny miała polegać na udostępnieniu środków, ale wysoko oprocentowanych.

Głównym zadaniem banku centralnego, jako kredytodawcy ostatniej szansy (lub instancji), jest zapewnienie bankom płynności na poziomie kraju. Dzieje się tak nawet wówczas, gdy realizacja tego zadania nie jest ustawowo określona. Mocą ustawy regulującej działalność Banku Anglii (*Bank of England*) z 1914 r., nałożono na niego obowiązek zapewnienia płynności bankom, chociaż jego rola jako kredytodawcy ostatniej szansy nigdy nie została sformalizowana. Przyjęcie w 1998 r. ustawy *Bank of England Act* oznaczało podział odpowiedzialności za stabilność finansową pomiędzy trzy instytucje, tj. *Financial Services Authority*, *HM Treasury* i *Bank of England BoE*. Natomiast w Stanach Zjednoczonych zadanie to zostało powierzone przede wszystkim *Federal Reserve System*, FED.

Historycznie, banki centralne wspierały głównie pojedyncze banki, ale w wyjątkowych przypadkach (o czym wspomniano), np. upadku *Baringsa*³⁷, zadeklarowana została pomoc dla rynków finansowych, czy w 1987 r. w USA dla funduszu hedgingowego. Przykłady te pokazują, że rola kredytodawcy ostatniej szansy ewoluowała z czasem od zaangażowania się w pomoc dla jednego banku do udzielonej kilku bankom czy też innym uczestnikom rynku finansowego. Do tej pory nie udało się jednak zbudować ich odpowiednika na skalę międzynarodową.

Globalny kryzys finansowy (do września 2010 r.) można podzielić na pięć faz, różniących się zakresem stosowanej przez państwa interwencji:

- 1) I faza – ograniczona do rynku amerykańskiego, zakończyła się w połowie marca 2008 r.,
- 2) II faza – od połowy marca do połowy września 2008 r., tj. upadku banku inwestycyjnego *Lehman Brothers*,

³⁶ Henry Thorton (1760-1815), *An Enquiry into Nature and Effects Of the Paper Credit of Great Britain*, praca ukazała się w 1802 r., Walter Bagehot (1826-1877), *Lombard Street; A Description of the Money Market*. Za: S. Heffernan, *Nowoczesna bankowość*, Warszawa 2007, s. 571.

³⁷ Przyczyną upadku tego najstarszego brytyjskiego banku inwestycyjnego były operacje przeprowadzone przez maklera singapurskiego oddziału, a w 1995 r. został za symbolicznego funta przejęty przez ING Bank.

- 3) III faza – od połowy września 2008 r. do października 2008 r.,
- 4) IV faza od października 2008 r. do marca 2009 r.,
- 5) V faza od marca 2009 r.³⁸

W trakcie globalnego kryzysu finansowego podejmowane przez państwo działania koncentrowały się na podtrzymaniu płynności na rynku finansowym, gwarancjach spłat zobowiązań banków i ochronie depozytów klientów ponad standardowe zabezpieczenia, rekapitalizacji banków i skupie aktywów niskiej jakości.

Pierwsza faza kryzysu ograniczona była w zasadzie do rynku amerykańskiego i zapoczątkowana została zaniechaniem przez coraz większą liczbę klientów banków spłat rat kredytów (głównie mieszkaniowych), i trwała do połowy marca 2008 r. Zasadniczym problemem okazała się prowadzona na wielką skalę sekurytyzacja tych należności, która w efekcie sprawiła, że powstałe w jej wyniku papiery wartościowe znalazły się w bilansach wielu instytucji. Po raz pierwszy interweniowały wówczas władze amerykańskie, wspomagając holding *JP Morgan Chase* w przejęciu przez niego banku inwestycyjnego *Bear Stearns*, co zapewne opóźniło, ale nie zapobiegło procesowi upadku wielu innych amerykańskich instytucji kredytowych. Po krótkim uspokojeniu rynków finansowych, coraz wyraźniejsze były jednak obawy wielu banków przed ewentualnymi stratami, których konsekwencją mogła być utrata kapitałów własnych. W tej sytuacji zaistniała także pilna konieczność podjęcia działań zmierzających do ich rekapitalizacji, a jedną z możliwych dróg okazało się wyseparowanie z bilansów banków bezwartościowych papierów. Co prawda politycy starali się jeszcze uspokoić rynki finansowe, ale te w odmienny sposób oceniały rozwój sytuacji. Stąd też działające na nim instytucje finansowe w sposób zdecydowany ograniczyły aktywność na rynku międzybankowym. Sytuację niepewności pogłębiły napływające od władz amerykańskich informacje (lipiec 2008 r.) o przejęciu przez państwo części akcji dwóch amerykańskich instytucji finansujących hipotecznie nabycie nieruchomości, tj. *Fannie Mae* i *Freddie Mac*. Ostatecznie w dniu 7 września 2008 r. obie instytucje znalazły się pod przymusowym zarządem państwa³⁹. Decyzja ta zapobiegła załamaniu rynku nieruchomości hipotecznych.

³⁸ Bank Rozrachunków Międzynarodowych (*Bank for International Settlements, BIS*) opierając się na formule wypracowanej na podstawie indeksów rynkowych, w tym *MSCI World Equity Index (LS)*, *Morgan Stanley Capital International Index*, *Bank CDS-Spreads* i *LIBOR_OIS* także wyodrębniła pięć faz kryzysu. *BIS Annual Report 2008/2009*, s. 16-36.

³⁹ Do końca II kwartału 2009 r. straty jednego z dwóch największych emitentów obligacji hipotecznych – *Fannie Mae* – w dziewięciu kolejno następujących po sobie kwartałach wyniosły 120 mld dol. (81 mld euro); państwo wsparło tę instytucję kwotą 60 mld USD, a łącznie z *Freddie Mac* – 200 mld dol. Oblicza się jednak, iż nadal *Fannie Mae* potrzebuje ok. 15 mld USD, por. *Fannie Mae benötigt 15 Milliarden Staatshilfe*, www.handelsblatt.com/unternehmen/banken-versicherungen, wgląd 8 XI 2009.

Jednakże do upadku *Lehman Brothers* były to działania adresowane jedynie do pojedynczych banków, a instrumentarium „ratunkowe” uruchamiane było przez banki centralne. Mimo że tylko niewielu praktyków, jak i teoretyków potrafiło wówczas ocenić skalę zagrożeń dla światowego ładu gospodarczego, to jednak podejmowano także pierwsze działania koordynowane w skali międzynarodowej. W celu zapewnienia płynności na poziomie krajowym na rynku międzybankowym, wykorzystano różne instrumenty polityki monetarnej, w tym obniżono stopy procentowe⁴⁰, wydłużono okresy kredytowania, udzielono instytucjom finansowym niskoprocentowanych kredytów pod zastaw papierów wartościowych z rynku *subprime mortgage* w USA i uruchomiono kredytowe linie swapowe. Należy podkreślić, że niektóre banki centralne poszerzyły również listę instytucji finansowych uprawnionych do korzystania z nich. Działania interwencyjne miały miejsce nie tylko w Stanach Zjednoczonych (FED), ale także w strefie euro (Europejski Bank Centralny, *European Central Bank*, ECB) i w Wielkiej Brytanii (Bank Anglii), a ich największe nasilenie przypało na wiosnę 2008 r. (tab. 1).

4. Upadek *Lehman Brothers* i jego konsekwencje

Za przełomową datę rozpoczęcia najtrudniejszej fazy kryzysu uznać należy utratę płynności przez amerykański bank inwestycyjny *Bearn Stearns* w połowie września 2008 r., a przede wszystkim upadek 15 września 2008 r. banku inwestycyjnego *Lehman Brothers Holdings Inc.* To zdarzenie sprawiło, że praktycznie dotychczasowe turbulencje w znacznym stopniu ograniczone do rynku amerykańskiego przekształciły się w globalny kryzys finansowy, a wkrótce także gospodarczy. Nową jakością była utarta przez wiele banków posiadających w portfelach papiery wartościowe wyemitowane przez *Lehman Brothers*⁴¹ znacznej części kapitałów własnych⁴², co musiało w efekcie pogłębić brak zaufania na globalnym rynku finansowym.

⁴⁰ Praktycznie na całym świecie banki centralne obniżyły stopy procentowe, m.in. *FED* od września 2007 r. z 5,25 do 0% i ponownie do 0,25%, natomiast *Bank of England* od października 2008 o 450 b.p., tj. do 0,50, a *EBZ* o 325 p.b. do 1%.

⁴¹ Również m.in. fundusze rynku pieniężnego.

⁴² Według informacji przekazanej przez *Bloomberg* w dniu 27 II 2009 r. i sporządzonych na podstawie danych zwartych w bilansach banków w 2007 r., wyniosły one: 53,8% dla kapitałów własnych irlandzkiego systemu bankowego, amerykańskiego – 53,1%, niemieckiego – 21,8%, brytyjskiego – 16,1%, japońskiego – 13,4%, holenderskiego – 10,7%, belgijskiego – 7,0%, francuskiego – 5,9%, norweskiego – 4,4%, hiszpańskiego – 1,7%, włoskiego – 1,2%, austriackiego – 1,1%, duńskiego – 0,7% i irlandzkiego – 0,5%.

Tabela 1. Wybrane interwencje banków centralnych (sierpień 2007 - listopad 2009 r.)

Kraj/obszar walutowy	Termin	Podjęte działania
Banki centralne z 5 największych obszarów walutowych	12 XII 2007 i styczeń 2008 r.	– koordynacja podejmowanych przedsięwzięć, w tym uruchomienie linii swapów kredytowych w USD
	marzec 2008 r. – lipiec 2008 r.	– dalsze działania FED, ECB i SWB na rzecz utrzymania płynności banków, w tym w ramach swapów kredytowych
	18 IX 2008 r.	– zwiększenie linii swapów kredytowych przez banki centralne wielu państw i ECB
	8 X 2008 r.	– ECB, BoE, BoC, Riskbank i SNB wspólnie postanawiają o obniżeniu o 50 pkt bazowych stóp procentowych
	13 X 2008 r.	– najważniejsze banki centralne świata decydują o dalszym zasileniu i to w nieograniczonej wielkości rynku pieniężnego w USD
	marzec 2009 r.	– ponowne obniżenie stóp procentowych przez ECB, SNB i BoE
Europejski Bank Centralny (ECB)	poł. sierpnia 2007 r.	– obniża stopy procentowe podstawowych operacji refinansujących do wysokości istniejącego oprocentowania na rynku międzybankowym (4,6%)
	3 VII 2008 r.	– podnosi stopy procentowe o 0,25 p.p., do 4,25%, co zostało uznane za największy błąd w historii banku
	lipiec 2008 r.	– przedłuża dodatkowe transakcje refinansowe na ponad 100 mld euro
	8.10.2008 r.	– banki centralne w skoordynowanej akcji obniżają stopy procentowe i w następnych miesiącach kontynuują to działanie
	styczeń 2009 r.	– od października 2008 r. po raz trzeci obniża stopy procentowe do 2,00%
	7 V 2009 r.	– decyduje o skupie obligacji w euro (<i>Covered Bonds</i>) w wysokości 60 mld euro)
	maj 2009 r.	– obniża stopy procentowe do 1,0%
	4. VI 2009 r.	– po raz pierwszy w historii decyduje o skupie listów zastawnych

	2010 r.	<ul style="list-style-type: none"> – w celu zapewnienia płynności ustanawia 12, zamiast 6 miesięcznych linii kredytowych dla banków (I transza – 442 mld euro, II transza – 75 mld euro i ostatnia III – do 19 XII 2009 r. banki wnioskuje o 96,6 mld euro – ECB postanawia od marca 2010 r. zaostrzyć przepisy dotyczące przyjmowania depozytów zabezpieczających w formie sekurytyzowanych <i>Basset Backed Securities (ABS)</i>, a to oznacza trudniejszy dostęp do kredytu refinansowego dla banków
Wielka Brytania – <i>Bank of England (BoE)</i>	wrzesień 2007 r.	– kredyt dla tracącego płynność <i>Northern Rock</i>
	8 X 2008 r.	– obniżenie stóp procentowych i kolejne tego rodzaju decyzje w następnych miesiącach
	5 III 2009 r.	– program sfinansowany obligacjami państwowymi w wysokości 100 mld USD, z którego w ciągu trzech miesięcy nabywano niepłynne aktywa bankowe sektora prywatnego
	marzec 2009 r.	– redukcja stopy procentowej do 0,50%
	sierpień 2009 r.	– powiększa <i>Assets Purchase Facility</i> (program skupu instrumentów rynkowych emitowanych przez sector bankowy) do 175 mld £
Stany Zjednoczone – <i>Federal Reserve (FED)</i>	sierpień 2007 r.	– przeznaczają 38 mld USD na rzecz utrzymania płynności sektora finansowego i poszerza listę papierów wartościowych przyjmowanych do redyskonta
	wrzesień 2007 r.	– obniżenie stopy procentowej do 4,75%
	grudzień 2007 r.	– od września dwukrotnie obniżono stopy procentowe do 4,25%. Ustanowienie czasowo ograniczonej <i>Term Auction Facility</i> (pożyczki dla banków systemie aukcyjnym przy szerszym zakresie przyjmowanych zabezpieczeń)
	21 I 2008 r.	– głęboka i niespodziewana obniżka stopy procentowej, przeprowadzona w dwóch etapach do końca stycznia ukształtowała się na poziomie 3,00%

cd. tabeli 1

Stany Zjednoczone – <i>Federal Reserve (FED)</i>	17 III 2008 r.	– <i>Bearn Stearns</i> uzyskuje pomoc <i>JP Morgan Chase</i> i FED
	marzec 2008 r.	– utworzenie <i>Term Securities Lending Facility</i> (krótkookresowe pożyczki obligacji skarbowych pod zastaw bardziej ryzykownych zabezpieczeń) wspomagający funkcjonowanie rynku papierów wartościowych powstałych w procesie sekurytyzacji
	kwiecień 2008 r.	– od stycznia w dwóch etapach obniżono stopy procentowe do 2,00%
	lipiec 2008 r.	– otwarcie linii kredytowej dla <i>Fannie May</i> i <i>Fredzie Mac</i>
	17 IX 2008	– <i>AIG</i> otrzymał pakiet ratunkowy banku centralnego w wysokości 85 mld USD i przekazał 79,9% udziałów
	październik 2008 r.	– obniżona została stopa procentowa do 1,00% i ponownie przyznał <i>AIG</i> kredyt w wysokości 38 mld USD
	listopad 2008 r.	– FED wspólnie z rządem amerykańskim i <i>FDIC</i> udzielił gwarancji <i>Citigroup</i> (306 mld USD) - zapowiedź programu pomocowego, wspomagającego rynek <i>ABS/MBS</i>
	16 XII 2008 r.	– dalsze obniżenie stopy procentowej do 0-0,25%. W ten sposób banki uzyskały praktycznie bezpłatny dostęp do środków
	29 X 2008 r.	– uzgadnia linie kredytowe dla walutowych instytucji Brazylii, Korei, Meksyku i Singapuru
	25 XI 2008 r.	– ustanawia ramy kredytu na 200 mld USD, z przeznaczeniem na podlegające sekurytyzacji pożyczki konsumpcyjne dla małych i średnich firm, a także ok. 500 mld USD z przeznaczeniem na przejęcie pożyczek i zabezpieczonych hipotecznie papierów wartościowych
6 IV 2009 r.	– Komisja rynku FED zezwoliła na uruchomienie nowych krótkoterminowych dewizowych linii swapowych z <i>Bank of England</i> , <i>EBZ</i> , <i>Bank of Japan</i> i <i>Schweizerischen Nationalbank</i>	

	kwiecień 2009 r.	– Nowe porozumienie pomiędzy FED a BoE, ECB, SNB i BoJ w sprawie swapów kredytowych
	24 IV 2009	– FED ogłasza zasady przeprowadzenia testu warunków skrajnych
Chiny - <i>People's Bank of China</i>	październik 2008 r.	– bank centralny zdeponował 30 mld Juanów – 4,4 mld USD w bankach komercyjnych na potrzeby rozwoju akcji kredytowej
Bank Japonii (<i>Bank of Japan, BoJ</i>)	grudzień 2008 r.	– obniża stopy procentowe do 0,10% i zwiększa zakup japońskich obligacji państwowych
	styczeń 2009 r.	– postanawia o zakupie papierów komercyjnych od instytucji finansowych i zabezpieczonych aktywami, a wyemitowanymi przez firmy o wysokim ratingu (3 biliony jenów)

Źródło: Opracowano na podstawie sprawozdań Europejskiego Banku Centralnego i materiałów prasowych.

Jego upadek spowodował bowiem wyschnięcie całego rynku finansowego, co oznaczało zaniechanie zakupów krótkookresowych papierów wartościowych (obligacji, skryptów dłużnych i in.) emitowanych przez instytucje finansowe⁴³. Upadek *Lehman Brothers* zachwiał także niepodważalną zdawałoby się tezę, że rząd amerykański (a być może nawet rządy innych państw) będzie w nieograniczony sposób bronić i pomagać „systemowo ważnym bankom”⁴⁴.

Zaangażowanie państwa okazało się na tym etapie niezbędne i to na nieporównywalnie większą skalę, niż miało to miejsce w poprzednich fazach kryzysu. Banki centralne mogły bowiem zadbać o płynność banku, natomiast to na państwie de facto, ciążył obowiązek rekapitalizacji banków, gdyż tylko rządy dysponowały wówczas odpowiednim instrumentarium stabilizacji rynków finansowych i gospodarki. Stąd też przy braku alternatywnych rozwiązań działania te spotkały się z powszechną akceptacją. Dla państwa pomoc ta pozostaje jednak zawsze dylematem budżetowym pomiędzy koniecznością oszczędności a wzrostem gospodarczym i utrzymaniem koniunktury, czy też raczej – w tym przypadku – zapewnieniem elementarnego bezpieczeństwa gospodarczego.

⁴³ Na przykład niemiecki bank hipoteczny *Depfa* nie mógł znaleźć nabywców na swoje papiery krótkookresowe, co oznaczać musiało brak możliwości wykorzystania rynku dla refinansowania, a zatem w konsekwencji także brak płynności.

⁴⁴ Do 25 IX 2010 r. państwowa agencja gwarancji depozytów *Federal Deposit Insurance Corporation* FDIC poinformowała, że do tego dnia zamknęła od 2007 r. 197 banków, w tym w 2008 r. – 25, a w 2007 r. – 3. Dla porównania w 1992 r. upadło 181 banków i ponad 2000 kas oszczędnościowych, www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html, 26 IX 2010 r.

Decyzja o udziale państwa w podjętych na wielką skalę programach ratunkowych na rynku bankowym, ale także i finansowym była konsekwencją uzgodnień, jakie zapadły na szczycie G7 w Waszyngtonie⁴⁵. Podczas spotkania uzgodniono, że w przyszłości żaden ważny systemowo bank nie upadnie, a parę dni później, tj. 13 października 2008 r., rządy państw strefy euro potwierdziły podjęcie działań na rzecz rekapitalizacji banków.

Rozwój sytuacji na rynku, grożący gwałtownym wycofywaniem depozytów z systemu bankowego (run na banki) i zapaścią globalnego systemu finansowego, ale także własnych realnych gospodarek spowodował, że jesienią 2008 r. rządy wielu państw zostały zmuszone nie tylko do udzielenia gwarancji dla depozytów ponad standardy wyznaczone przez właściwe instytucje⁴⁶, ale także do podjęcia innych działań i to aż do bezpośredniego zaangażowania się w bankach⁴⁷. Główną rolę odegrały kompleksowe programy pomocowe kierowane do zagrożonych instytucji finansowych. Uspokojeniu sytuacji na rynku finansowym służyły także decyzje podjęte przez rządy wielu państw, np. 18 IX 2008 r. przez władze brytyjskie i jeden dzień później amerykańskie, zakazujące tzw. krótkiej sprzedaży akcji. Jednocześnie banki centralne wielu państw (w tym sześć najważniejszych na świecie, m.in. FED, EBZ, *Bank of England*), prowadziły działania zmierzające do dalszego zmniejszenia (lub utrzymania na niskim poziomie) podstawowych stóp procentowych. 13 października 2008 r. państwa członkowskie strefy euro dążąc do stabilizacji sektora ogłosiły deklarację o gotowości udzielenia gwarancji i wspomoczeniu kapitałowym banków. Zarówno te, jak i inne podjęte wówczas decyzje nie były jednak w stanie przywrócić zaufania, o czym świadczył drastyczny spadek m.in. wielkości transakcji realizowanych na rynku międzybankowym, a rynki finansowe domagały się od państwa podjęcia bardziej zaawansowanej interwencji.

Warto podkreślić, że działania te w pierwszej fazie podejmowane były pod presją czasu i bez przygotowania⁴⁸. Henry Paulsen, ówczesny minister finan-

⁴⁵ 10 października 2008 r. spotkali się ministrowie finansów USA (Ministerstwo Finansów planowało już wówczas przeznaczyć 125 mld dol. na nabycie udziałów w 9 największych bankach), Kanady, Wielkiej Brytanii, Niemiec, Francji, Włoch i Japonii.

⁴⁶ Tak uczynił m.in. rząd niemiecki na całość złożonych depozytów gospodarstw domowych, hiszpański ograniczył gwarancje do 100 tys. euro, a austriacki udzielił gwarancji na całość depozytów osób fizycznych.

⁴⁷ Do końca października 2009 r. oszacowano straty banków z tytułu niespłaconych kredytów na świecie na ponad 1176 mld USD, w tym *Citigroup* – 118 mld USD, *Wachovia* 102 mld USD, *Bank of America* 80 mld USD, *JP Morgan Chase* 57 mld USD, *Merrill Lynch* – 56 mld USD, *UBS* – 53 mld USD, *HSBC* – 50 mld dol. Spośród banków europejskich największy straty poniosły *HBOS*, *Royal Bank of Scotland*, *Barclays*, *Bayern LB*, *Credit Suisse*, *Deutsche Bank*, *ING*, *BNP Paribas*, *IKB*, za: Bloomberg, stan na 2 listopada 2009 www.bloomberg.com/markets z 2 XI 2009 r.

⁴⁸ Jeszcze w końcu września 2008 r. Thomas Strauhaber – niemiecki ekspert gospodarczy – w wywiadzie dla *SpiegelOnline* twierdził, że „Niemcy mogą wręcz skorzystać na problemach ban-

sów USA, twierdził, że nikt nie wiedział o rozmiarach międzynarodowych powiązań banków⁴⁹ i trudno jest również ocenić, czy władze państw były już wówczas świadome rozmiarów poniesionych strat (tab. 2).

Rządy wielu państw stanęły przed problemem realnej groźby pojawienia się – i to w krótkim czasie – ryzyka systemowego. Interwencje zapobiegające takiemu rozwojowi sytuacji przebiegały jednak w poszczególnych państwach w zróżnicowany sposób, tak w odniesieniu do zaangażowanych środków finansowych, wykorzystywanych instrumentów, jak i czasu ich wdrożenia. W wielu krajach, także i tych niedotkniętych kryzysem bankowym, wdrożono pakiety stymulujące rozwój gospodarki⁵⁰.

Tabela 2. Największe straty poniesione przez banki w 2008 r.

Nazwa banku	Kwota w mld USD
Royal Bank of Scotland (Wielka Brytania)	59,3
Citigroup (Stany Zjednoczone)	53,1
Wells Fargo (Stany Zjednoczone)	47,9
FortisBank (Belgia)	28,2
UBS (Szwajcaria)	19,6
HBOS	15,8
Credit Suisse (Szwajcaria)	14,1
Deutsche Bank (Niemcy)	8,0
Hypo Real Estate (Niemcy)	7,5
Bayerische Landesbank (Niemcy)	7,2

Źródło: Na podstawie listy przygotowanej przez „The Bankier”, za www.FT Alphaville Blog/ wgląd 24.06.2009.

ków amerykańskich”, a z pewnością „nie jest potrzebny ani uzasadniony plan ratunkowy podobny do amerykańskiego”. Minister Finansów Peer Steinbrück na forum Bundestagu zapowiadał zrównoważenie budżetu federalnego w 2011 r., ale już w 72 godziny później, tj. 6 X 2008 r., rząd i inne instytucje zaangażowały w trybie nadzwyczajnym środki w wysokości 35 mld euro na uruchomienie linii kredytowej i przyznanie gwarancji *Hypo Real Estate Group* jednej z 30 niemieckich spółek uwzględnianych wówczas w indeksie akcji Dax.

⁴⁹ Tak twierdzi A. Schmitz, w wywiadzie opublikowanym na łamach „Handelsblatt” w dniu 11 maja 2009 r. Trudno się jednak zgodzić z tym stwierdzeniem, gdyż chociażby tylko analiza skonsolidowanego bilansu banków niemieckich jednoznacznie wskazywała, że zagraniczne oddziały, ale także spółki „córki” koncentrują się głównie na tego rodzaju operacjach. Szerzej: I. Romiszewska, *Internacjonalizacja banków niemieckich*, Poznań 2004, s. 161-270.

⁵⁰ Pakiety koniunkturalne przygotowane przez państwa G20 na lata 2008-2010 oszacowano na 1130 mld euro, największy w Stanach Zjednoczonych – 529 mld euro, Chinach – 162 mld euro, Niemczech – 91 mld euro, a w krajach UE osiągnął kwotę 157 mld euro, Japonii – 75 mld euro, Rosji i Korei Południowej po 36 mld euro, Australii – 32 mld euro, w Kanadzie – 31 mld euro, Arabii Saudyjskiej – 27 mld euro, Meksyku – 12 mld euro. Obliczone na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego, IMF, *Group of Twenty-Global Economic Policies and Prospects*, www.imf.org, za: H.-W. Sinn, *Der Kasino Kapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist*, Berlin 2009, s. 233.

Należy przyjąć, że od tej pory to państwo występuje w roli kredytodawcy ostatekniej instancji, a podejmowane przez niego *ad hoc* interwencje wynikały z rozwoju sytuacji na rynku finansowym i jej oceny. Z upływem czasu realizacji celów wyznaczonych przez państwo służyły kompleksowe programy pomocowe adresowane do sektora bankowego, a nie formułowane i adresowane do pojedynczych banków. Te kompleksowe programy miały głównie za zadanie realizację następujących celów:

- powrót zaufania na rynek bankowy, w tym także międzynarodowy,
- rekapitalizacja banków, chociaż ofertę tę skierowano jedynie do tzw. systemowo ważnych banków,
- przejęcie (czasowe) toksycznych aktywów, co oznacza, że zobowiązania instytucji kredytowych przekształcają się *de facto* w dług państwa,
- stworzenie sytuacji umożliwiającej bankom zaopatrzenie gospodarki w niezbędne środki finansowe.

W ten sposób działania państwa stają się jedynie pomostem umożliwiającym w przyszłości „nabycie” przez banki zdolności do korzystania z instrumentów rynkowych, a nie mają na celu doprowadzenia do zmian w stosunkach własnościowych, zatem trudno przypisać im cechy przymusowego upaństwowienia.

Formy tej pomocy można podzielić na trzy grupy:

- powodujące natychmiastowe skutki finansowe dla budżetów państw,
- bez natychmiastowych skutków finansowych lub pozafinansowych,
- mieszane, głównie kompleksowe programy pomocowe, zawierające elementy dwóch pierwszych z wymienionych rozwiązań (tab. 3).

Nie ulega wątpliwości, że największe znaczenie przyznać należy działaniom podejmowanym na rzecz rekapitalizacji banków i czasowym przejęciom toksycznych aktywów. W obu przypadkach instytucje kredytowe korzystające z tego rodzaju pomocy zwiększają swą zdolność do kredytowania gospodarki. Warto jednakże zwrócić także uwagę na rolę państwa, jako inicjatora lub wspierającego proces fuzji przejęć w sektorze bankowym⁵¹, a także przekształceń banków inwestycyjnych w banki handlowe. Tego rodzaju wsparcie miało ograniczyć trwający odpływ pieniędzy klientów na rzecz innych banków (m.in. *Goldman Sachs i Morgan Stanley*). Jednakże w dłuższym okresie może prowadzić do powstania nowej architektury finansowej, a podejmowane było przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych⁵², Niemczech⁵³ i w Wielkiej Brytanii⁵⁴.

⁵¹ Na przykład Bank of America musiał przejąć bank inwestycyjny Merrill Lynch.

⁵² Państwo przejęło np. bank oszczędnościowo-pożyczkowy Washington Mutual.

⁵³ Państwo przejęło Hypo Real Estate, stało się także udziałowcem Commerzbank.

⁵⁴ Tak stało się m.in. 18 IX 2008 r., gdy to z inicjatywy rządu znajdujący się na skraju niewypłacalności HBOS przeszedł w ręce Lloyds Banking Group w ramach transakcji wspieranej finansowo przez rząd, a znajdujący się w podobnej sytuacji Royal Bank of Scotland został prze-

Tabela 3. Formy pomocy państwa – finansowe i pozafinansowe

Powodujące natychmiastowe skutki finansowe		Bez natychmiastowych skutków finansowych lub pozafinansowych	
– rekapitalizacja	– w zamian za przekazanie akcji bez i z prawami korporacyjnymi	– państwowe gwarancje na depozyty bankowe	
– upaństwowienie banków	– przejęcie udziałów większościowych, także w ramach <i>Squeeze-Out</i> , – upaństwowienie sektora	– ograniczenia administracyjno-rynkowe	– np. zakaz krótkiej sprzedaży
– uruchomienie specjalnych linii kredytowych		– inicjator fuzji i przejęć w sektorze bankowym	
– przejęcie aktywów niskiej jakości	– utworzenie <i>Bad Bank</i> jednego lub kilku	– udzielenie gwarancji bankom z tytułu ich zobowiązań	
KOMPLEKSOWE PROGRAMY POMOCOWE			

Źródło: Opracowanie własne.

Zwrócić należy jednak uwagę, iż najwięcej kontrowersji wzbudzają działania, których efektem jest całkowite przejęcie banków (upaństwowienie banków). Na kontynencie europejskim pierwszą znaczącą interwencję odnotowano 29 września 2008 r., a jej celem było zapewnienie stabilności rynku. Wielka Brytania zdecydowała się na tego rodzaju działanie w stosunku do banku hipotecznego *Bradford & Bingley*, Islandia została zmuszona do upaństwowienia swoich największych banków, a ostatecznie w październiku 2009 r. na mocy decyzji nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy *Hypo Real Estate Holding* został w ramach *Squeeze-Out* całkowicie przejęty przez państwo, co dało niektórym komentatorom i analitykom asumpt do określenia tego dnia jako „czarnego dnia demokracji”.

Podstawowe znaczenie należy przypisać jednak procesowi zasilenia banków przez państwo i miał on miejsce głównie w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Niemczech, Belgii, Holandii i Francji (tab. 4).

jęty przez rząd Wielkiej Brytanii (84% udziałów). Bank Anglii nie podał żadnych szczegółów tej pomocy w opublikowanym w maju 2009 r. corocznym raporcie ze swej działalności, gdyż obawiał się, że mogłoby to podważyć zaufanie do całego systemu bankowego. Jego zdaniem, sytuacja obu banków jest obecnie stabilna i dlatego nie trzeba już utrzymywać całej sprawy w tajemnicy.

Rekapitalizacja banków przeprowadzona przez państwo była koniecznością, gdyż rozmiary strat poniesionych na operacjach papierami wartościowymi, a także z tytułu straconych kredytów spowodowały, że inwestorzy prywatni nie byli skłonni do angażowania prywatnych środków w tego rodzaju instytucje. Jedynie kilku bankom udało się pozyskać prywatnych inwestorów, m.in. szwajcarskiemu UBS⁵⁵. W pierwszej fazie kryzysu dominowało pozyskanie za środki finansowe akcji uprzywilejowanych i cichych (choć w niektórych państwach była to jedyna forma), jednak już w następnej rządy starały się podejmować decyzje zabezpieczające interesy podatników. Odbywało się to dzięki pozyskaniu kontroli nad procesem zarządzania bankiem i podejmowanym decyzjami kierowniczymi. Innym sposobem – obok zasilenia bezpośredniego – wzmocnienia kapitałowego jest utworzenie wehikułu, do którego przenoszone są wyseparowane z bilansów niskiej jakości aktywa⁵⁶.

Tabela 4. Zasilenie kapitałów własnych wybranych banków przez państwo w trakcie kryzysu *subprime*

Nazwa banku i kraj	Wielkość	Zwrot do 10 XII 2009 r.
RBS (Wielka Brytania)	50,1 mld euro	Tak
Lloyds (Wielka Brytania)	25,2 mld euro	
Commerzbank (Niemcy)	18,2 mld euro	
ING (Holandia)	10,0 mld euro	
Bayern LB (Niemcy)	10,0 mld euro	
KBC (Belgia)	5,5 mld euro	Tak
BNP (Francja)	5,1 mld euro	
UBS (Szwajcaria)	3,9 mld euro	Tak
Citigroup	52,1 mld USD	Częściowy zwrot
Bank of America	49,0 mld USD	Tak
JP Morgan	25,0 mld USD	Tak
Wells Fargo	25,0 mld USD	Tak
Goldman Sachs	10,0 mld USD	Tak
Morgan Stanley	10,0 mld USD	Tak
PNC	7,6 mld USD	

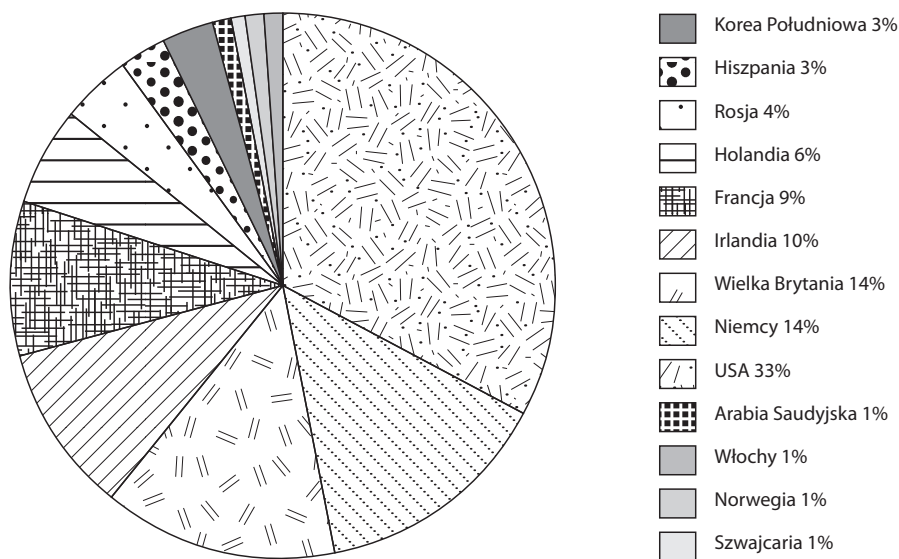
Źródło: Opracowano na podstawie informacji prasowych i agencji prasowej Bloomberg.

⁵⁵ Kaspar Villinger – przewodniczący Rady Nadzorczej banku, a jednocześnie b. minister finansów stwierdził: „es muss unser Ergeitz sein, ohne Staatshilfe durchzukommen”, cyt. za wywiadem udzielonym „Sonntags-Zeitung” w dn. 6-7 III 2009 r.

⁵⁶ Mogą to być zresztą różne wartości, w tym należności zagrożone (*Non-performing Loans Kredite*) czy też pozbawione w dużej części wartości lub bezwartościowe produkty sekurytyzowane, np. papiery ABS, CDO czy CLO. W tej grupie znajdują się także produkty finansowe powiązane z kredytami udzielonymi na zakup amerykańskich nieruchomości.

Państwa, których systemy bankowe zostały najbardziej dotknięte zawirowaniami na rynku podejmowały starania o skonfigurowanie ich z nowymi inicjatywami w ramach kompleksowych pakietów pomocowych. Miały one zastąpić inicjowane w pierwszej fazie kryzysu działania *ad hoc*, a pierwszym był uruchomiony przez Stany Zjednoczone.

Wartość pakietów ratunkowych państw oszacowana została na ponad 4,1 mld euro (rys. 1). Należy jednak podkreślić, iż do końca listopada 2009 r. nie wszystkie środki zostały skonsumowane. Z uwagi natomiast na charakter instrumentów, w przyszłości część udzielonych środków ponownie wpłynie do budżetów publicznych i w ten sposób traktować je należy jedynie jako pomoc przejściową. Istniała oczywiście również możliwość ich powiększenia w przypadku nadzwyczajnych wydarzeń na rynku, chociaż np. Timothy Geithner – amerykański minister finansów – informując w pierwszej dekadzie grudnia 2009 r. o przedłużeniu programu z końca 2009 r. do 3 października 2010 r., stwierdził, że nie przewiduje jego zwiększenia⁵⁷. Tego rodzaju deklaracje sprzyjały stabilizacji rynków finansowych, gdyż stanowiły sygnał dla uczestników rynku o panowaniu władz nad rozwojem sytuacji.



Rysunek 1. Pakiety ratunkowe rządów na rzecz banków – ogółem 4142 mld euro

Źródło: H.-W. Sinn, *Der Kasino Kapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist*, Berlin 2009, s. 216.

⁵⁷ biznes.onet.pl/program-pomocy-amerykanskim-bankom-przedluzono-o-r,18543,3065706,1,news-detaj-wglad-9-grudnia-2009-r.

5. Państwowe programy ratunkowe

Przygotowanie i wdrożenie państwowych programów ratunkowych (pierwszy powstał w Stanach Zjednoczonych) należy uznać za początek IV fazy kryzysu. Nastąpiło w niej daleko idące „zainfekowanie” gospodarki realnej i finansowej oraz trwała niepewność co do stabilności sektora finansowego, której towarzyszyły uzasadnione obawy przed dalszym pogłębieniem recesji gospodarczej. Został jednak opanowany i nie pogłębiał się globalny brak zaufania na rynku finansowym. Lęk przed recesją znalazł wyraz w spadającej rentowności obligacji państwowych, np. w końcu grudnia 2008 r. rentowność amerykańskiej pożyczki 10-letniej spadła do rekordowo niskiego poziomu 2,10% (nawet poniżej odnotowanego w 1941 r.!). Także w innych państwach zauważalne były symptomy wskazujące na rozwój kryzysu, a wzrastające potrzeby finansowe państw spowodowały spadającą rentowność obligacji państwowych⁵⁸. To udzielone gwarancje dla sektora finansowego i gospodarki napędzały emisję papierów wartościowych, które miały zapewnić niezbędne na ich realizację środki. Sytuacja ta trwała do marca 2009 r., kiedy pojawiły się sygnały świadczące o stabilizacji sytuacji (V faza).

Konsekwencje dla narodowych i światowych rynków finansowych spowodowane upadkiem *Lehman Brothers* sprawiły, że od tej pory rządy wielu państw, a przede wszystkim Stanów Zjednoczonych, podjęły przygotowanie działań systemowych zmierzających do stabilizacji zarówno systemu finansowego, jak i gospodarki. Przybrały one ostatecznie formę „planów” ratunkowych. Miały zastąpić działania podejmowane w stosunku do pojedynczo zgłaszających się banków, gdyż doraźne rozwiązywanie ich problemów sprzyjało raczej pogorszeniu nastrojów rynkowych. Miały również aktywnie przeciwdziałać dramatycznie pogarszającej się sytuacji w gospodarce realnej. Na jej przebiegu zaważyło także bankructwo największych banków islandzkich, ostatecznie przejętych co prawda przez państwo⁵⁹, jednak to z kolei spowodowało *de facto* jego finansowy upadek. Nadal banki centralne prowadziły politykę utrzymania niskich stóp procentowych i podejmowały działania służące stabilizacji rynku. Istotną rolę we wszystkich praktycznie programach odegrały prace nad specjalnymi wehikulami, do których banki mogły na określonych warunkach przenieść znajdujące się w ich bilansach niskiej jakości wartości. Celem było zwolnienie bilansów banku z toksycznych aktywów, co z kolei potraktować można jako formę rekapitalizacji,

⁵⁸ Na przykład oprocentowanie dziesięcioletnich obligacji węgierskich wyniosło w styczniu 2009 r. ponad 10,0%, polskich – ponad 5%, niemieckich – 3%, szwajcarskich – ponad 2%, za: Bloomberg z 14 I 2009 r.

⁵⁹ Pomiędzy 7 a 9 października 2008 r. państwo przejęło *Landesbanken*, *Glitnir* i *Kaupthing*.

a dzięki pozyskaniu państwowych gwarancji wzrosła wiarygodność emitowanych przez banki papierów wartościowych, tym samym zwiększała się ich zdolność do pozyskania rynkowych źródeł finansowania.

6. Amerykańskie plany ratowania banków i gospodarki

Stany Zjednoczone pozostają krajem, w którym instytucje finansowe, w tym i banki, poniosły największe straty, szacowane na 578,5 mld euro, co stanowiło około 66,3% całości strat światowych⁶⁰. Rządowi amerykańskiemu zależało na podjęciu działań zmierzających do ich ograniczenia i budowy wzrostu zaufania na rynku finansowym, a ich realizacja miała być sposobem na wyjście z najcięższej od wielu dziesiątków lat recesji. Realizacji tych celów służył program pomocowy dla branży finansowej, który został przyjęty w październiku 2008 r. jako tzw. plan Paulsona⁶¹ i ostatecznie uzupełniony o *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*⁶². Należy jednak dodać, że także przyjęty w marcu 2009 r. plan ministra skarbu w rządzie Baracka Obamy – Timothy Geithnera – również zawierał instrumenty, z których mogły skorzystać banki amerykańskie.

Plan Paulsona umożliwił przede wszystkim bankom oczyszczenie ich bilansów ze straconych kredytów. Dał podstawę do utworzenia programu pomocowego (*Troubled Assets Relief Program, TARP*), w którym przeznaczono 700 mld USD na wykupienie wyseparowanych z bilansów banków nie płynnych aktywów, opartych na kredytach hipotecznych oraz innych⁶³. Środki finansowe zasilające fundusz pochodziły z emisji obligacji skarbowych. Przyjęta konstrukcja planu pomocowego miała na celu ochronę nabywców przed utratą ich nieruchomości mieszkaniowych.

⁶⁰ Zostały oszacowane w lutym 2009 r., a dla porównania brytyjskie – 7,8%, UE27 – 22,0%, w tym niemieckie – 6,9%, szwajcarskie – 6,5%, japońskie – 1,6% i chińskie – 0,5%. Uwzględniono papiery CDO, ABS i podobne instrumenty, a także stracone kredyty udzielone firmom, innym bankom, bankowe skrypty dłużne i straty poniesione na posiadanym pakiecie akcji, które miały być zrealizowane od lipca 2007 r. do lutego 2009 r., za: Bloomberg-Liste, dostęp w dniu 27 II 2009 r.

⁶¹ Sekretarza skarbu w gabinecie George'a W. Buscha.

⁶² Nowy pakiet pozwalał na zwiększenie pierwotnie planowanej kwoty o ok. 150 mld USD i zawierał klauzule zabezpieczające podatników oraz małe i średnie przedsiębiorstwa przed skutkami kryzysu. Przejściowo zwiększono gwarantowaną przez *Federal Deposit Insurance Corporation* kwotę depozytów ze 100 do 200 tys. USD na depozytariusza. Szerzej m.in.: W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XX wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, Warszawa 2009, s. 138-152.

⁶³ Ogólną wartość toksycznych aktywów, które administracja zaczęła ostatnio eufemistycznie nazywać aktywami odziedziczonymi (*legacy assets*), szacuje się na 2 bln USD, choć cenę ich trudno w istocie ustalić.

W ramach tego pakietu przeznaczono 250 mld USD na wzmocnienie kapitałowe banków, przy czym połowę tej kwoty otrzymało dziewięć największych banków kraju (*Bank of America, Wells Fargo, JP Morgan Chase, Citigroup, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bank of New York Mellon, State Street*). Oznaczało to, że praktycznie znaczna część zobowiązań tych instytucji finansowych stała się do czasu zwrotu długiem państwa. Z kolei bankom, które uzyskały dobre wyniki, umożliwiono wczesny zwrot pomocy. Przyjęcie zasady, że banki korzystające ze środków *TARP* muszą ograniczyć wynagrodzenie managerów, należy uznać za podstawową przyczynę starań zarządzających bankami do szybkiego zwrotu tej formy pomocy. Nastąpiło to do końca listopada 2009 r. (z wyjątkiem *Citigroup*⁶⁴). To z kolei umożliwiło do końca 2009 r. rządowi amerykańskiemu oszacowanie poniesionych nakładów jedynie na około 500 mld USD⁶⁵. Nałożono także i inne ograniczenia. Dotyczyły one m.in. obowiązku udzielenia informacji o wykorzystaniu tych środków, udzielonych kredytach, a także nałożono ograniczenia odnośnie do wypłacanych dywidend i kontroli przejęć. Warto podkreślić, iż działaniom tym towarzyszyły także inne posunięcia, w tym na uwagę zasługuje zmiana zasad sporządzania bilansów⁶⁶, jednakże nowe reguły bilansowania nie zapewniają takiej transparentności, jaka obowiązywała wcześniej.

Zasadniczą różnicą pomiędzy rozwiązaniem przyjętym w Stanach Zjednoczonych a np. brytyjskim⁶⁷ była obligatoryjność zasilenia finansowego instytucji, które nie spełniały określonych wymogów.

Duże znaczenie dla ponownego zdobycia zaufania na rynku międzybankowym należy przypisać ogłoszonym i nadzorowanym przez *FED* w maju 2009 r. testom obciążeniowym/testom warunków skrajnych (*Stresstest*)⁶⁸. Chciano w ten

⁶⁴ Do 13 XII 2009 r. jedynie *Citigroup* nie zwrócił pomocy państwa udzielonej w dwóch transzach w wysokości 45 mld euro ze środków funduszu *TARP*, a także 300 mld USD rządowych gwarancji. We wrześniu 2009 r. rząd amerykański przekształcił 25 mld USD w akcje zwykłe banku. *Bank of America* uzyskał 45 mld USD pomocy i poinformował o całkowitym spłaceniu. W połowie 2009 r. rząd amerykański wydał zgodę 10 bankom na spłatę ich zadłużenia w stosunku do państwa z funduszu 700 mln *TARP*. *US-Banken schütteln den Staat ab*, *Handelsblatt* z dn. 13 XII 2009 r.

⁶⁵ Taką informację przekazał przedstawiciel amerykańskiego Ministerstwa Finansów w dniu 5 XII 2009 r., za: *Bankenrettung kommt USA billiger, als gedacht*, www.cash.ch/news/topnews, wgląd 13.12.2009 r.

⁶⁶ W tej sytuacji istniało prawdopodobieństwo, iż przyczyni się do nadspodziewanie dobrych wyników banków amerykańskich w I kwartale 2009 r. Z drugiej jednak strony, stanowił pozytywny sygnał dla inwestorów.

⁶⁷ Rząd brytyjski w październiku 2008 r. poinformował o wielkim programie rekapitalizacji banków brytyjskich i przyrzekł kwotę 50 mld £ na ich dokapitalizowanie, w tym aż 37 mld zasililo *Royal Bank of Scotland*.

⁶⁸ Zagadnienia dotyczące testów warunków skrajnych są rzadko poruszane i pozostają bez ugruntowanych podstaw teoretycznych, por. szerzej: G. Hałaj, *Przegląd metod badania płynności banków*, „Bank i Kredyt”, lipiec 2008, s. 14-25.

sposób pozyskać wystandaryzowaną informację na temat posiadanego przez banki portfela aktywów i kapitału. Miał on umożliwić odpowiedź na pytanie, czy instytucje te są wystarczająco przygotowane do przetrwania recesji głębszej od obecnej. Spośród 19 poddanych tej procedurze banków dziesięć nie spełniło kryteriów, a to oznaczało, że będą musiały utrzymywać większe rezerwy kapitałowe niż pierwotnie sądzono, w łącznej kwocie 74,6 mld dol.⁶⁹ W ich bilansach tkwił bowiem komponent różnych wcześniej nieprzewidywalnych zagrożeń, m.in. z tytułu ryzyka upadłości podmiotów będących stroną w transakcjach na rynku derywatów.

Test warunków skrajnych dał jego uczestnikom, i to także w przyszłości, możliwość sięgnięcia do środków państwowych w ramach *TARP* w formie zabezpieczonych papierów wartościowych, które mogą być w dowolnie wybranym przez państwo momencie zamienione w akcje zwykłe⁷⁰. Natomiast banki mogą akcje uprzywilejowane z dotychczasowego programu pomocowego zamienić na papiery wartościowe *TARP*.

Obok celu długookresowego najważniejszym celem krótkookresowym było potraktowanie go jako kolejnej sekwencji w budowie zaufania na rynku międzybankowym. Jego konstrukcja umożliwiała bowiem identyfikację strat banków, które mogą się pojawić w kolejnych dwóch latach, w tym także wynikających z ryzyka zawartego w posiadanym portfolio papierów wartościowych, a nieuwzględnionych w bilansie zobowiązań. Przeprowadzono go dla dwóch skrajnych warunków – pozytywnego i negatywnego. Po otrzymaniu wyników i oszacowaniu potrzeb kapitałowych banki uzyskały pół roku na pozyskanie środków na prywatnym rynku kapitałowym. Wszędzie tam, gdzie zabiegi te okazały się niewystarczające, uzyskały one prawo do skorzystania z państwowej pomocy.

Test warunków skrajnych należy uznać za interesujący instrument. Okazałby się jednak zapewne lepszy w sytuacjach, gdy rynek traci zaufanie do pojedynczych banków, a nie – jak w trakcie obecnego kryzysu – odnosił się do całej branży.

Przygotowując plan Paulsona zakładano także możliwość wystąpienia większych niż 700 mld USD potrzeb kapitałowych. W tej sytuacji rząd amerykański mógłby posiadane akcje uprzywilejowane przekształcić w zwykłe akcje, a zabieg ten pozwoliłby niewielkim nakładem kosztów wzmocnić potrzeby kapitałowe tych instytucji.

Program pomocowy tzw. plan Geithnera, którego warunki ramowe zawarte są w *American Recovery and Reinvestment Act of 2009* (ARRA), to pakiet sty-

⁶⁹ Była to znaczna kwota, chociaż analitycy i Ben Bernanke, ówczesny prezes *FED*, uznali ten wynik za „uspokajający”. Przykładowo na *Bank of America* nałożono obowiązek podwyższenia kapitału o 33,9 mld USD, na *Well Fargo* o 13,7 mld, na *GMAC* o 11,5 mld, a na *Citigroup* o 5,5 mld.

⁷⁰ Z 10% potrąceniem w stosunku do kursu sprzed 9 II. Papiery wartościowe *TARP* zapewniają dywidendę w wysokości 9%, a gdyby pomoc nie została zwrócona, po siedmiu latach miały być automatycznie przekształcone w akcje zwykłe.

mulujący rozwój gospodarki amerykańskiej⁷¹ i zawiera przede wszystkim wiele elementów wspierających właścicieli domów, ale także określa zasady współudziału banków i mobilizacji rynku kapitałowego. Najbardziej interesującą jego częścią jest program inwestycyjnego partnerstwa publiczno-prywatnego (*Public-Private Investment Program*). Państwo ma w nim partycypować w wysokości do 1 mld USD⁷², a jego środki mają być przeznaczone przede wszystkim na gwarancje kredytowe, a nie – jak to miało miejsce w odniesieniu do planu Paulsona – dokapitalizowanie banków⁷³. Decyzja ta wydaje się słuszna, gdyż tego rodzaju działanie pozwala na zwiększenie bezpieczeństwa transakcji na rynku finansowym, podczas gdy zasilenie kapitałem zdaje się przyczynić do wypełnienia formalnych wymogów adekwatności kapitałowej. Warunkiem jest jednak zaufanie uczestników rynku do państwa.

Plan przewidywał także zakup toksycznych papierów znajdujących się nadal w bilansach banków. Nie można jednak pominąć faktu, że jego konstrukcja powoduje, iż ewentualne straty obciążą państwo, a nie prywatnego inwestora. Myślą przewodnią tej koncepcji było wykorzystanie prywatnego *know-how* inwestorów w celu wydzielenia z bilansów banków problematycznych pozycji i to za możliwie najbardziej odpowiednią cenę, a państwo zadeklarowało gotowość dofinansowania 50% kosztów ich nabycia⁷⁴. Operacja ta stanowi możliwość oczyszczenia bilansów banków z papierów i kredytów udzielonych na nabycie nieruchomości i *de facto* przypomina interwencję chirurgiczną, która ma spowodować wzmocnienie całego organizmu. Należy jednak zauważyć, że dyskusyjny jest pomysł partnerstwa publiczno-prywatnego, chociażby dlatego, że w jeszcze mniejszym stopniu niż było to w przypadku realizacji planu Paulsona mamy do czynienia z transparentnością wykorzystania środków publicznych, a środki mające zapewnić płynność bankom zasilają je dopiero w sposób pośredni (przez fundusz).

⁷¹ Pakiety koniunkturalne powstały w wielu krajach i dla państw grupy G20 oszacowano je na 1130 mld euro tylko dla lat 2008-2010, największy udział (46,8%) miał amerykański, chiński (14,3%), niemiecki (8,0%), państw UE – 13,9%, Japonii 6,7%, Rosji 3,2%, Korei Południowej 3,2%, Australii 2,8%, Kanady 2,8%, Arabii Saudyjskiej 2,4%, Meksyku 1,1%, a pozostałe państwa – 2,8%. Za: Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF), *Group of Twenty-Global Economic Policy and Prospects*, www.imf.org, dostęp w dniu 19 III 2009 r.

⁷² Przekazano do niego także ok. 75 do 100 mld USD, które nie zostały wykorzystane we wcześniejszym programie ratowania banków.

⁷³ Ze środków *TARP* do tej pory przekazano 141 mld USD państwowego kapitału udziałowego, a więc znacznie mniej niż początkowo oczekiwano.

⁷⁴ Plan zakłada, że w bilansach banków znajdują się dwa typy papierów niskiej jakości, które są wynikiem kryzysu na rynku nieruchomości, tj. bezpośrednio wierzytelności (*Legacy Loans*) w stosunku do właścicieli nieruchomości oraz pośrednie wierzytelności w formie papierów ABS, CDO i innych o podobnej konstrukcji (*Legacy Securities*). Państwo partycypuje w 50% w nabyciu obu grup wierzytelności, jednakże przyznany równocześnie kredyt wolny od regresu w pierwszym przypadku stanowi dwunastokrotną kwotę zaangażowania środków własnych, a w drugim jedynie dwukrotną.

Nie ulega wątpliwości, że niezależnie od krytyki, z jaką spotkały się oba plany, przyczyniły się one jednak do stabilizacji nie tylko rynku amerykańskiego, a dodatkowo plan Geithnera został także bardzo pozytywnie przyjęty przez giełdę.

7. Niemiecki program pomocowy

Znaczący udział banków niemieckich w Eurosystemie⁷⁵ powoduje, że warto przybliżyć rządowy pakiet ratunkowy przygotowany i wdrożony w tym kraju, chociaż rząd podejmował działania na rzecz stabilności systemu także w miesiącach poprzedzających jego uruchomienie (zwłaszcza po upadku banku *Lehman Brothers*)⁷⁶.

Stało się oczywiste, że w dobie globalizacji, rozwoju nowoczesnych instrumentów rynku finansowego i postępującej internacjonalizacji działalności banków, należy liczyć się z konsekwencjami wynikającymi dla banków krajowych. Rząd niemiecki dążąc do zapobieżenia niepokojom na rynku i przeciwdziałając „runowi na banki” udzielił już 5 X 2008 r. gwarancji dla depozytów złożonych w bankach.

Początkowo dyskusje dotyczące zaangażowania państwa koncentrowały się w Niemczech właściwie na skonstruowaniu modelu pomocy opartego na dwóch filarach. W ramach pierwszego z nich banki miały zostać zasilone kapitałem przez państwo, w ramach drugiego proponowano utworzenie instytucji, do której zostaną przeniesione toksyczne papiery znajdujące się w bilansach banków. Istniała jednak zgodność co do tego, że z reguły papiery te były produktami skomplikowanymi i bez rynkowej wyceny. Otwartą kwestią pozostawało w tej sytuacji pytanie o cenę, za jaką państwo ma przejąć te papiery. Wycena na niskim poziomie mogła bowiem generować powstanie nowych „dziur”, a z kolei zbyt wysoka wiązała się z zapłaconiem politycznej ceny przed podatnikami. Interwencja w tym obszarze państwa

⁷⁵ W końcu 2007 r. mimo tendencji spadkowej udział sumy bilansowej niemieckich Monetarnych Instytucji Finansowych (MIF) w Eurosystemie ukształtował się na poziomie 26%. Por. Bundesverband deutscher Banken, *Überblick über das Bankgewerbe der Europäischen Union*, Dezember 2008, s. 15.

⁷⁶ Państwo zaangażowało się już na przełomie lat 2007/08 w ratowanie *IKB Deutsche Industriebank*, specjalizującego się w finansowaniu przedsiębiorstw w Niemczech i w Europie. Na początku 2009 r. skupiono się na działaniach zmierzających do wypracowania zasad upaństwowienia banków, a impulsem stała się sprawa *Hypo Real Estate*, jednego z największych banków Niemiec, wchodzącego w skład DAX30. Do utraty płynności przyczyniły się operacje realizowane przez przejętą parę miesięcy wcześniej irlandzką spółkę *DEPFA Bank plc*. Była ona największym na świecie bankiem specjalizującym się w finansowaniu państw, nieruchomości przemysłowych i projektów infrastrukturalnych. Spółka była jednym z największych emitentów – obdarzonych wielkim zaufaniem inwestorów – listów zastawnych, w tym także tzw. *Jumbo*.

oznaczała nie tylko „wykupienie” już istniejących zobowiązań, ale także stanowiła swoistego rodzaju gwarancję dla ewentualnego przyszłego zaangażowania, co oczywiście dodatkowo musiało wpłynąć stabilizująco na rynek finansowy.

W RFN większość ekspertów opowiadała się za przejęciem, tj. *de facto* nacjonalizacją banku, chociaż jako rozwiązanie *ultima ratio*. Odwoływano się do casusu Szwecji w latach dziewięćdziesiątych XX w., gdzie to przejęte banki i papiery wartościowe zostały bez większych strat później sprzedane⁷⁷. Zdawano sobie jednak sprawę, że nacjonalizacja jest sprzeczna z gospodarką rynkową i wydaje się politycznie ekstremalnie niebezpieczna. Podkreślić należy, iż w wielu państwach opcja „nacjonalizacyjna” nie jest możliwa ze względu na ograniczenia konstytucyjne. Jednakże w niemieckiej Ustawie Zasadniczej (art.14 poz. 3) wbudowany jest tzw. *Socialisierungsartikel*, dający podstawę prawną do przeprowadzenia wyłączenia „dla dobra ogółu”⁷⁸.

Wykorzystano go, poszukując rozwiązania umożliwiającego przejęcie przez państwo i wycofanie z obrotu giełdowego *Hypo Real Estate*, jednego z największych banków Niemiec⁷⁹ i to wbrew woli mniejszościowych akcjonariuszy. Pozwoliło ono na przygotowanie strategii przejęcia banku, w ramach tzw. *Squeeze-Out*, oznaczającego przymusowe zaspokojenie roszczeń dotychczasowych akcjonariuszy⁸⁰. To przejęcie, aczkolwiek oceniane jako „czarny dzień dla demokracji w Niemczech”, należy uznać za uzasadnione, gdyż bank nie miał możliwości pozyskania środków na rynku, a i jego akcjonariusze nie chcieli i nie byli w stanie pokryć poniesionych przez niego strat.

W RFN pomiędzy wrześniem 2008 r. a lipcem 2009 r. przygotowano trzy wielkie pakiety ustaw. Na podkreślenie zasługuje niezwykle szybkie tempo uzgodnień z partnerami europejskimi oraz przyjęcie ich przez właściwe narodowe organa ustawodawcze⁸¹. Na niemieckie instytucje finansowe, w odróżnieniu od amerykańskich (plan Paulsona), nie nałożono jednak zasady obligatoryjności co do przyjęcia pomocy. Trudno jest jednoznacznie stwierdzić, które z rozwiązań jest bardziej efektywne. Należy jednak zauważyć, że rozwiązanie niemieckie sprawia, iż banki bojąc się stygmatyzacji zbyt długo nie informują rynku o swojej niekorzystnej sytuacji.

⁷⁷ To rozwiązanie zabezpieczało równe traktowanie i gwarantowało, że „dofinansowanie” nie będzie źródłem wypłaconej dywidendy, tylko przeznaczone na sanację banku.

⁷⁸ Art. 14, poz. 3, dopuszczający wyłączenie ze względu na „dobro ogółu”, *Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland*, z 23 V 1949 r., uzupełniany i zmieniany, ostatnio 29 VII 2009 r., (*Bundesgesetzblatt*, *BGBI* I s. 2248).

⁷⁹ Do utraty płynności przyczyniły się operacje realizowane przez przejętą parę miesięcy wcześniej irlandzką spółkę *DEPFA Bank plc*.

⁸⁰ Akcjonariusze dysponujący mniejszościowym pakietem akcji mieli otrzymać 1,30 euro za akcje, stąd domagali się prawa pierwokupu, gdyby bank miał pojawić się ponownie na giełdzie, za: www.tageschau.de w dn. 6 X 2009 r.

⁸¹ Sam projekt został przygotowany poza rządem niemieckim, przez kancelarię prawną.

Przygotowany pakiet ustaw miał na celu ochronę banków i rynku finansowego przed efektem domina i ograniczenie dzięki temu skutków kryzysu. Nadto przyczynił się do realizacji co najmniej dwóch celów o znaczeniu strategicznym. Po pierwsze, zahamował proces topnienia kapitałów własnych banków, spowodowany odpisami na straty z tytułu posiadanych przez nie „toksycznych” papierów wartościowych. Po drugie, rząd niemiecki zapewnił w roku wyborów parlamentarnych⁸² przyjęcie rozwiązań dających podatnikom złudzenie ochrony przed nowym ryzykiem.

Pakiet pomocowy dla banków zbudowano na trzech filarach. Pierwszy tworzy ustawa przyjęta 17 października 2008 r. o stabilizacji rynku finansowego (*Finanzmarktstabilisierungsgesetz*, FMStG)⁸³. Daje ona podstawę prawną do podejmowania działań zapewniających płynność instytucjom finansowym z siedzibą w Niemczech. Umożliwia państwu udzielenie im gwarancji, a tym samym zabezpiecza kredyty dla gospodarki. W ramach drugiego filaru umożliwiono bankom uzyskanie, według określonych zasad, bezpośredniej pomocy kapitałowej. Podstawę prawną do utworzenia funduszu pomocowego (*Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz*, FMStFG) tworzy art. 1 FMStG. W ramach trzeciego filaru banki zyskały możliwość przekazania do specjalnej instytucji (*Bad Bank*) problematycznych aktywów⁸⁴ i tym samym uzyskania zdolności do zwiększenia zaangażowania kredytowego. Warto dodać, że jednocześnie dokonano nowelizacji prawa upadłościowego i przepisów o ugodzie⁸⁵.

⁸² Odbyły się w październiku 2009 r.

⁸³ Jest to artykuł uzupełniający ustawę, zob. BGBl. I s. 1982, przyjęty w dniu 16 X 2008 r. i obowiązuje od 20 X, por. *Gesetz zur Umsetzung eines Maßnahmenpakets zur Stabilisierung des Finanzmarktes* (FMStG), ostatnia nowelizacja dot. Art. 1 i miała miejsce w dniu 24 IX 2009 r., BGBl. I s. 3151.

⁸⁴ Mogą być przekazane także przez spółki ubezpieczeniowe i in.

⁸⁵ Federalny minister sprawiedliwości zmienił prawo obowiązujące w tym zakresie w taki sposób, aby (przynajmniej w teorii) ratować przed upadkiem szczególnie średniej wielkości firmy. To oznacza, że od tej chwili zadłużenie, jednakże tylko czysto bilansowe, nie będzie wystarczającą przesłanką do wdrożenia postępowania upadłościowego. W okresie poprzedzającym nowelizację firma musiała już w trzy tygodnie po wystąpieniu tego rodzaju czysto bilansowego zadłużenia zgłosić upadłość. Przyjęcie tego rozwiązania wynikało z faktu, iż przedsiębiorstwa, które są w posiadaniu gwałtownie tracących na wartości rynkowej akcji i nieruchomości, musiałyby natychmiast ogłosić upadłość. Postanowiono także, że banki, które uzyskują kapitał od państwa, nie otrzymają go bezwarunkowo, a to oznacza np. że menedżerowie banków będą mogli korzystać z ograniczonych pełnomocnictw, a ich wynagrodzenia będą podlegały „zewnętrznej” ingerencji. Minister finansów proponował, aby w tych sytuacjach wynagrodzenie ograniczyć do 500 tys. euro rocznie, a także zakazać przyznawania bonusów, odpraw i dywidend (ale nie wiadomo było, czy także dla akcjonariuszy). Przedsiębiorstwa uzyskały ponadto prawo do zmiany zasad sporządzania bilansów i to już od III kw. 2008 r. Kryzys finansowy spowodował bowiem, że trudno jest przypisać realną wartość wielu instrumentom finansowym. Podobną decyzję podjął także *International Accounting Standards Board (IASB)* raz amerykański nadzór giełdowy *Securities Exchange Commission (SEC)*, do którego dołączyła Unia Europejska. Zostało również zmienione prawo o akcjach. To oznacza, że w przyszłości zwiększenie kapitału przez spółkę może odbywać się także bez zgody Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy i jedynie za przyzwoleniem Rady Nadzorczej i Zarządu. Wystarczającą przesłanką

Rząd niemiecki uważał, że tego rodzaju kompleksowa pomoc udzielona bankom przyczyni się do ożywienia gospodarki kraju i stabilizacji stanu średniego, a zatem pozwoli na realizację priorytetowych dla władz celów polityki gospodarczej i społecznej. Możliwość skorzystania z jednej lub więcej form pomocy jest uzależniona jednak od spełnienia określonych warunków.

Kluczową rolę w działaniach podejmowanych na rzecz stabilizacji rynku przypisać należy utworzonemu funduszowi pomocowemu (*Finanzmarktstabilisierungsfonds, SoFFin*⁸⁶), umiejscowionemu w *Deutsche Bundesbank*. Został on zasilony kwotą 400 mld euro w części przeznaczony na gwarancje i 80 mld euro z przeznaczeniem na bezpośrednią pomoc kapitałową. Pod względem prawnym jest on majątkiem odrębnym federacji, tj. pozostającym poza jej budżetem. Jest zarządzany przez utworzony we Frankfurcie nad Menem – Zakład Stabilizacji Rynków Finansowych (*Finanzmarktstabilisierungsanstalt, FMSA*), nad którym nadzór prawny i fachowy sprawuje Federalne Ministerstwo Finansów. Swoich przedstawicieli delegował także urząd kanclerski, ministrowie gospodarki i sprawiedliwości, *Bundesbank* i poszczególne kraje federacji. Zasilono go środkami pochodzącymi z emisji skryptów dłużnych, dla których górną granicę emisji wyznaczono na poziomie 100 mld euro, natomiast w celu ułatwienia bankom refinansowania fundusz korzysta z nowych instrumentów finansowych. Federacja udzielając gwarancji zachowała prawo do kontroli polityki handlowej banku, może także stanowić w kwestiach dotyczących wypłat wynagrodzeń i dywidendy.

Udzielenie gwarancji wiąże się z zaplaceniem prowizji, ustalonej indywidualnie dla każdego banku. Jej wysokość jest uzależniona od wyceny ryzyka, ale nie może przekroczyć 2% w stosunku rocznym. Banki mogą uzyskać gwarancje kredytowe do 36 miesięcy, a wszystkie umowy muszą zostać rozwiązane do końca 2012 r. Rząd niemiecki zakłada, że prawdopodobnie około 5% tej kwoty nie zostanie przez banki zwrócone, co oznacza konieczność zabezpieczenia 20 mld euro w budżecie federacji.

Ustawa z czerwca 2009 r.⁸⁷ uzupełniła dotychczasową pomoc o dwa dalsze instrumenty. Oznacza to, że ze środków funduszu *SoFFin* w zamian za akcje można zasilić banki nowym kapitałem. Może on być przekazany przejściowo w formie

ką do skorzystania z tego rozwiązania jest przeprowadzenie emisji akcji, zabezpieczonej depozytem wspomnianego już funduszu stabilizacji rynku finansowego, aczkolwiek rozwiązanie to obowiązywało do końca 2009 r.

⁸⁶ Ze względu na jego czasowe ograniczenie określany jest potocznie jako „nadzwyczajny fundusz finansowej stabilizacji rynków” (*Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin)*). Fundusz został ustanowiony 17 X 2008 r. na mocy Ustawy o stabilizacji rynków finansowych, 9 IV 2009 r. weszła w życie Ustawa o dalszej stabilizacji rynku finansowego (*Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz*), a 23 VI 2009 r. kolejna – Ustawa o kontynuowaniu rozwoju stabilizacji rynku finansowego (*Gesetz zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung*), BGBl I 2009/43, s. 1980-1989.

⁸⁷ Na mocy ustawy *Gesetz zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung*.

kapitału hybrydowego, w postaci papierów wartościowych (m.in. tzw. *Genusscheine*), potwierdzających jednakże tylko czysto finansowe prawa (np. do udziału w zysku lub zysku z likwidacji tej instytucji), a zatem nie uprawnia jego posiadacza do wykonywania praw korporacyjnych. Również i w tym przypadku państwo może domagać się za tę usługę rynkowego wynagrodzenia, chociaż nie może ono przekroczyć 10 mld euro w odniesieniu do pojedynczej instytucji. Bank musi także zabezpieczyć kredytowanie małych i średnich przedsiębiorstw.

Na rekapitalizację banków przeznaczono 70 mld euro plus rezerwę 10 mld euro. W tym przypadku rząd niemiecki ma nadzieję, że tego rodzaju działania nie będą podejmowane lub jedynie w bardzo ograniczonym stopniu. Nadto podkreślić należy, iż nie jest do tej pory jasne, w jaki sposób w przyszłości państwo wyzbędzie się posiadanych udziałów w bankach.

Wspomniana ustawa określana popularnie jako ustawa o *Bad Bank* adresowana jest do banków, które w portfelach posiadają nadal niskiej jakości aktywa. Szacunki dokonane na zlecenie władz Niemiec informowały o kwocie 230 mld euro⁸⁸. Stąd też w ramach trzeciego filaru utworzono, zakotwiczoną we wspomnianym już Funduszu Stabilizującym Rynek Finansowy (*SoFFin*), instytucję zwaną popularnie *Bad Bank*. Należy podkreślić, że tego rodzaju fundusz stanowi alternatywę dla nacjonalizacji banku, czyli ograniczenia wpływów państwa przez przejęcie w nim części udziałów.

Myślą przewodnią wspomagającą koncepcyjne opracowane tego instrumentu było dążenie do stworzenia instytucji, której działalność pozwoli na pozostawienie strat poniesionych przez banki u ich właścicieli, a nie przeniesienie ich na podatników. Kierując się tą zasadą rząd wyraził zgodę na utworzenie instytucji przejmującej ryzykowne papiery⁸⁹, chociaż w przypadku ostatecznej utraty przez nie wartości koszty poniosą banki. Wyseparowanie z bilansów banków tych wartości stwarza jednocześnie możliwości udzielenia nowych kredytów. Została określona górna granica przekazania pakietu, która nie może przekroczyć 5 mld euro. Fundusz (*Bad Bank*) zabezpiecza sobie także otrzymanie rynkowego oprocentowania za udzieloną pomoc, a w przypadku gdyby papiery te przyniosły stratę w momencie ich ostatecznego rozliczenia, może to zobowiązać beneficjenta tego rodzaju pomocy do wypłaty w okresie późniejszym kwot wyrównawczych.

Bad Bank posiada przejrzystą, choć nieco skomplikowaną konstrukcję, co wynika ze specyfiki niemieckiego systemu bankowego. Odgrywają w nim znaczącą rolę banki publicznoprawne, a znajdujące się w tej grupie własnościowej banki krajów federacji (*Landesbanken*) poniosły dotkliwe straty w czasie kryzysu. Zostały one zrekapitalizowane już w okresie wcześniejszym przez swoich właścicieli, głównie kraje federacji⁹⁰. Tego rodzaju pomoc publiczna nie została jednak

⁸⁸ *EU gibt grünes Licht für Bad Bank-Gesetz*, „Handelsblatt” z 31 07 2009 r.

⁸⁹ Wnioski należy zarejestrować do końca stycznia 2010 r.

⁹⁰ Między innymi *BayerLB* otrzymał 10,0 mld euro pomocy kapitałowej i gwarancje, *HSH*

uwzględniona jako „pomoc państwa” i jedynie zawarta jest w sprawozdaniach Komisji Europejskiej (tab. 5).

Z oferty *Bad Bank* mogą skorzystać wszystkie banki, niezależnie od ich formy prawnej i struktury własnościowej, ale w ramach właściwego dla nich modelu. Istnieje zatem możliwość przeniesienia znajdujących się w bilansach banków zarówno ryzykownych, strukturyzowanych papierów wartościowych⁹¹, jak i całych obszarów działalności uznanych za niestrategiczne dla głównego profilu przyszłej działalności operacyjnej do spółki celowej (*Zweckgesellschaftsmo- dell*). Także ten model likwidacji trudnych pozycji bilansowych ma dwa warianty, a mianowicie przewiduje utworzenie instytucji na poziomie federacji w ramach FMSA⁹² i formuła ta adresowana jest do notowanych na giełdzie banków prywatnych lub w ramach drugiego wariantu zakłada utworzenie podobnej instytucji, ale na poziomie kraju federacji. To drugie rozwiązanie przewidziane jest dla *Landes- banken* (model *AIDA*)⁹³.

Należy podkreślić, iż stworzenie takiej struktury ma szansę wspomóc oczekiwaną od dawna restrukturyzację sektora bankowego, w obszarze własnościowym i zwiększyć jego koncentrację⁹⁴.

Ponieważ *Bad Bank* nie jest instytucją kredytową, więc obowiązują ją inne reguły księgowania tych pozycji, m.in. mogą w swoich bilansach te niskiej jakości papiery trzymać, i to aż do terminu ich zapadalności, według wartości księgowej. Jeżeli okaże się, że w dniu ich zapadalności wartość rynkowa papierów będzie niższa od ich wartości księgowej, to *SoFFin* pokryje różnicę, ale spółka celowa może przez maksymalnie 20 lat domagać się tzw. należności wyrównawczej (*Ausgleichsbetrag*). Będzie ją płacił w ratach bank, a to może oznaczać mniejszą dywidendę dla akcjonariuszy i zapewne nie spotka się z ich aprobatą. Władze Niemiec są świadome, że proces oczyszczania bilansów banku będzie długotrwały.

Powstaje oczywiście pytanie o parametry, jakie muszą spełniać papiery przekazywane do *Bad Bank*. Zarówno banki, jak i holdingi finansowe, a także ich krajowe i zagraniczne spółki „córki” mogą przekazać tylko papiery ze swojego portfolio spółkom celowym (*Special Purpose Vehicle, SVP*), nabyte przed 31 grudnia 2008 r. i to według ich wartości księgowej z połowy 2008 r., ale pomniejszonej zgodnie

Nordbank – odpowiednio 5 mld euro i 10 mld euro.

⁹¹ Instrumenty rynku kapitałowego, które z reguły oznaczają klasyczne instrumenty o stałej lub zmiennej stopie procentowej powstałe w kombinacji z derywatami finansowymi.

⁹² *Finanzmarktstabilisierungsanstalt*.

⁹³ 27 XII 2009 r. został utworzony jako *Erste Abwicklungsanstalt*. W pierwszym etapie zaplanowano przejęcie 6 mld euro puli papierów, a w etapie II – do końca kwietnia 2010 r. pakiet szacowany na 85 mld euro. Bank ten został utworzony dla WestLB, za: [www. Handelsblatt.com/unternehmen /-b=2499425](http://www.Handelsblatt.com/unternehmen/-b=2499425) wgląd 14 XII 2009 r.

⁹⁴ Bankowość w Niemczech cechuje najniższy poziom koncentracji wśród wszystkich państw UE.

Tabela 5. Pomoc zatwierdzona przez Komisję Europejską i udzielona bankom w państwach członkowskich UE od 2008 r. do 11 XI 2009 r. w mld euro

Kraj	Łączna kwota zatwierdzona w 2008 r.	dotacje	W tym:						ogólny wolumen środków antykryzysowych	
			udziały kapitałowe		pożyczki o obniżonym oprocentowaniu		gwarancje		1	2
			1	2	1	2	1	2		
Belgia	288,31		16,40	11,70			30,40	6,08	46,80	17,78
Dania	599,75		0,50	0,50	2,35	2,35	0,00	0,00	2,85	2,85
Niemcy	589,13	8,89	11,20	11,20	23,78	3,17	137,10	27,90	180,94	51,14
Irlandia	388,50						355,76	35,58	355,76	35,58
Grecja	28,00									
Hiszpania	250,00						99,13	0,93	99,13	0,93
Francja	345,95						31,40	4,98	42,90	16,48
Włochy	20,00									
Cypr	3,00									
Łotwa	7,44									
Luksemburg	7,26		2,50	2,50	0,96	0,96	1,50	0,30	0,96	0,96
Węgry	6,03									
Holandia	240,54		10,75	10,75	3,0	3,00	3,34	0,33	17,09	14,08
Austria	90,10									
Polska	10,00									
Portugalia	24,45						4,30	0,43	4,30	0,43
Słowenia	12,00									
Finlandia	54,00									
Szwecja	155,32		0,25	0,25	0,00	0,00	1,14	0,11	1,39	0,36
W. Brytania	512,17	5,02	46,47	46,47	2,86	0,43	146,93	16,83	201,28	68,75
UE - 27	3631,94	13,89	99,57	94,87	32,95	9,92	811,12	94,48	957,52	212,15

1 – wartość nominalna, 2 – udzielona pomoc do 11 XI 2009 r.

Źródło: Staatliche Beihilfen: Kommission der Europäischen Gemeinschaften, *Bericht für staatliche Beihilfen – Frühjahrsausgabe 2009*, KOM (2009/164), Bruksela 8.04.2009 i *Laut Beihilfenanzeiger in der Finanzkrise stark angestiegen, aber nicht zulasten des Binnenmarkts*, IP/09/1884, z 7. 12.2009

z wymaganiami Komisji UE o 10% wartości⁹⁵. W zamian otrzymują od SVP obligacje gwarantowane przez wspomniany już Specjalny Fundusz Stabilizacji Rynku Finansowego (*SoFFin*).

Wyseparowanie z bilansu problematycznych zaangażowań oznacza zatrzymanie spirali odpisów. Wzmocnione w ten sposób banki uzyskują zdolność do zwiększenia zaangażowania kredytowego, a zatem przyczyniają się do ożywienia gospodarki kraju i stabilizacji stanu średniego, co pozostaje jak już wspomniano, priorytetem dla władz. Należy jednak pamiętać, że powstanie tego rodzaju instytucji jest ostatnim ogniwem w całej sekwencji pomocy udzielanej przez państwo i stało się to w sytuacji, gdy dotychczasowe środki okazały się niewystarczające.

Management banków jest w swej większości sceptycznie nastawiony do tego rozwiązania, uważa bowiem, że zwrócenie się do *Bad Bank* oznacza utratę reputacji na rynku finansowym i wiąże się z przyjęciem wielu rygorów i ograniczeń, w tym także testu warunków skrajnych (*Stresstest*) i akceptacji wynagrodzeń dla zarządu banku na poziomie 500 tys. euro. Krytyczny stosunek prywatnych banków do tego modelu wynika także z przeświadczenia, iż stawia się im wymagania wyższe niż bankom amerykańskim czy brytyjskim.

Nieco odmienne rozwiązanie przyjęto w odniesieniu do tzw. modelu AIDA. Istnieje w nim dodatkowe zabezpieczenie, a mianowicie odpowiedzialność współwłaścicieli za poniesione straty. Również i w tym przypadku przewidziano możliwość przeniesienia całych obszarów działalności tych banków, co również ma w przyszłości ułatwić proces koncentracji sektora bankowego.

W efekcie model AIDA spotkał się z mieszaną oceną banków sektora publicznoprawnego. Publicznoprawne kasy oszczędnościowe akceptują Model SVP, natomiast odrzucają najnowszy model dla banków krajowych, który czyni je przecież współodpowiedzialne za poniesione przez nie straty.

Należy zauważyć, iż realizacja tej koncepcji może w efekcie przyczynić się do dalszego zwiększenia udziałów państwa w bankach. Potrzeby kapitałowe tych instytucji w Niemczech pozostają bowiem nadal bardzo znaczne⁹⁶. Thomas Hartmann-Wendels⁹⁷ odnoszący się krytycznie do działań państwa, twierdzi jednak, iż *Bad Bank* należy zaakceptować i pochwalić wmontowaną w tę koncepcję ochronę podatnika, co z pewnością jest lepszym rozwiązaniem niż brak takiego wehikułu.

W końcu sierpnia 2010 r. wykorzystano 152,6 mld euro (tj. 45% ogółu środków) w ramach środków przewidzianych na gwarancje oraz 29,3 mld (odpowied-

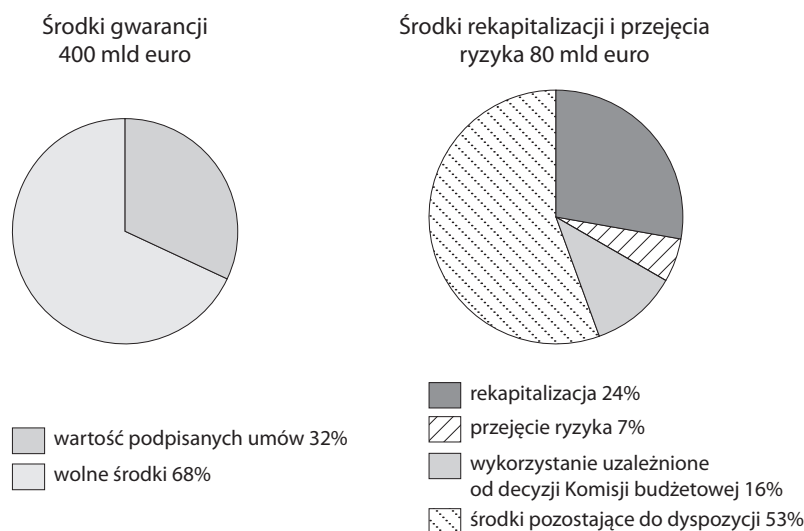
⁹⁵ Warto warunek ten wyeksponować, gdyż niektórzy analitycy, ale także banki miały nadzieję na miliardowe dochody nadzwyczajne.

⁹⁶ Między innymi *JP Morgan* ocenił, że tylko *Commerzbank* potrzebuje jeszcze ok. 10 mld euro. Jeżeli nie pozyska tej kwoty na rynku z emisji papierów wartościowych, to państwo kupi te papiery, stając się właścicielem większościowym banku.

⁹⁷ Dyrektor *Institut für Bankwirtschaft und Bankrecht* w Kolonii.

nio blisko 37%) na rekapitalizację i przejęcia⁹⁸, a to oznacza, że jego finansowe kotwice nie zostały przez banki wyczerpane, aczkolwiek wzrasta wartość podpisanych umów (rys. 2). Dowodzi to, iż banki w trosce o swoją pozycję i zaufanie na rynku nadal ociągają się z podejmowaniem decyzji o skorzystaniu z jego możliwości lub (co należy uznać za mniej prawdopodobne) ich zdolność do rozwiązywania problemów we własnym zakresie jest wyższa niż należało tego oczekiwać⁹⁹.

Za prawdziwością pierwszego ze stwierdzeń przemawiają m.in. szacunki dokonane przez *Deutsche Bundesbank* i Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Według nich niemieckie banki odpisały jedynie 50% swoich zagrożonych papierów wartościowych, a do końca 2010 r. banki na świecie będą musiały dodatkowo odpisać 120 mld euro¹⁰⁰. Poza tym prywatne banki, które powinny być głównymi beneficjentami systemu, nie chcą i nie są gotowe do przyjęcia tego rozwiązania. Głównym hamulcem jest nie tylko brak dywidendy, ale i obawa przed przedłożeniem swoich papierów do oceny przez rewidenta gospodarczego.



Rysunek 2. Wykorzystanie środków Nadzwyczajnego Funduszu Stabilizacji i Rynku Finansowego – stan na 8 X 2009 r.

Źródło: www.soffin.de/fonds.php?sub=2, wgląd 11 XI 2009 r.

⁹⁸ Pomoc z Soffin uzyskały *Commerzbank* (18,2 mld euro), *Hypo Real Estate* (7,7 mld euro), *WestLB* (3 mld euro) i *Aareal Bank* (525 mln euro). Ten ostatni jako pierwszy zwrócił w 2010 r. 150 mln euro, www.soffin.de/fonds.php?sub=2, wgląd 26 IX 2010 r.

⁹⁹ Niemiecki rząd umożliwił swoim bankom w lipcu 2009 r. przeniesienie toksycznych papierów do specjalnego *Bad Bank*, ale uczyniły to do końca listopada 2009 r. tylko nieliczne.

¹⁰⁰ www.handelsblatt.com/themen/_p=909,qtxo=FMSA+Finanzmarktstabilisierungsanstalt z 4 XII 2009 r.

Zwraca uwagę wykorzystanie środków przewidzianych w pakiecie gwarancyjnym, gdyż wyraźnie widoczny jest także uboczny niejako skutek tego działania. Państwowe gwarancje umożliwiły lub co najmniej ułatwiły bankom pozyskanie środków na rynku i to nie tylko w Niemczech. Bank Rozrachunków Międzynarodowych szacuje, że banki tylko do maja 2009 r. pozyskały je w łącznej wysokości 700 mld euro¹⁰¹. Pozyskane przez poszczególne banki środki na rynku finansowym nie odzwierciedlają jednak siły każdej z instytucji, a raczej, jak się wydaje, pozycję stojącego za nim państwa, a to oznacza nadwyrężenie zasad działania w gospodarce rynkowej.

Wspomniany już T. Hartmann-Wendels twierdzi także, że obecna konstrukcja pomocy na rzecz sektora bankowego w Niemczech nie zapewnia lepszego kredytowania gospodarki i jego zdaniem udałooby się lepiej postulat ten zrealizować w innym modelu, w którym ryzyko przeszłyby w większym stopniu na państwo¹⁰².

8. Czy można oszacować i ocenić pomoc państwa na rzecz sektora bankowego?

Nadal trudno jest ocenić pomoc udzieloną bankom przez poszczególne państwa, zwłaszcza od jesieni 2008 r. do wiosny 2009 r., tak w odniesieniu do poniesionych nakładów finansowych, jak i jej wpływu na sytuację rynkową. Przyczyną należy upatrywać w niepełnych danych, publikowanych z dużą powściągliwością przez właściwe instytucje państwowe. Nadto część środków państwo zaangażowało w sposób przejściowy (pomoc kapitałowa, rozliczenie puli aktywów niskiej jakości)¹⁰³. Nie ułatwiają tej oceny również banki we własnych sprawozdaniach. Należy także przyjąć, że w bilansach banków tkwią jeszcze znaczących rozmiarów niskiej jakości aktywa, a instytucje kredytowe czekają do dnia ich zapadalności, co oznacza podjęcie w przyszłości dalszych działań na rzecz stabilności systemu. Warto jednak w odniesieniu do krajów Unii Europejskiej odwołać się do przygotowanych sprawozdań Komisji Europejskiej (tab. 5). Ocenia ona, że pomoc wyplą-

¹⁰¹ Za: H. G. Nagi, *Billionen für die Finanzwirtschaft*, „Handelsblatt” z 7.09.2009.

¹⁰² T. Giersch, *Bad Bank, Ich bezweifle, ob die Banken zugreifen*, „Handelsblatt” z 13 V 2009 r.

¹⁰³ Między innymi rząd amerykański przejął 27% akcji *Citibank*, a udzielona pomoc wyniosła 45 mld USD. Pierwsza transza akcji, która w kwietniu 2010 r. została sprzedana, zapewniła zysk z jednej akcji w granicach 45%. Por. A. Dörner, *Staat macht mit Citigroup Kasse*, „Handelsblatt” z 27 IV 2010 r. Banki austriackie uzyskały od grudnia 2008 r. 5,42 mld euro z państwowego pakietu pomocowego, a w końcu maja 2010 r. *Erste Group* przekazał 98 mln euro dywidendy (1,22 mld euro pomocy kapitałowej), a *Raiffeisen Zentralbank* wypłaci 140 mln euro (1,75 mld euro), www.wienerzeitung.at, 24.09.2010.

cona bankom w krajach UE wyniosła tylko w 2008 r. 212 mld euro, tj. 1,7% PKB. Na znacznie jednak wyższym poziomie ukształtował się wolumen przyrzeczonej pomocy (w połowie listopada 2009 r. osiągnął 3,63 bilionów euro)¹⁰⁴.

Zarzut braku transparentności można również sformułować w odniesieniu do amerykańskich pakietów ratunkowych – tu maksymalne szacunki sięgają nawet 23 700 mld USD¹⁰⁵ (kwota ta nie dotyczy tylko bankowych pakietów pomocowych). Spośród 13 państw Unii Europejskiej (UE), które przeznaczyły środki finansowe na ratowanie banków od początku kryzysu *subprime* do końca listopada 2009 r., najwięcej, bo aż 850 mld £, „wpompowała” w ratowanie systemu finansowego Wielka Brytania (*Royal Bank of Scotland, Lloyds Banking Group*), w tym 130 mld £ to bezpośrednia pomoc kapitałowa, pozostałe środki przeznaczone były na utrzymanie płynności, gwarancje i poręczenia¹⁰⁶. Na miejscu drugim znalazły się Niemcy¹⁰⁷. Należy jednak podkreślić, że pierwotnie przyrzeczone środki szacowano na 20-30% PKB poszczególnych państw. Na przełomie 2008/09 r. rzeczywiste wydatki ocenia się na ogółem 3,5 % PKB państw skupionych w G20¹⁰⁸.

Niezależnie od wielkości dostępnych szacunków, prawdziwe pozostaje twierdzenie, że banki na całym niemalże świecie zostały zasilone głównie na mocy decyzji rządowych, ale także i inwestorów prywatnych, bilionami dolarów i euro. Pomoc państwa realizowano w dwóch fazach. Pierwsza *ad hoc* adresowana była głównie do pojedynczych uczestników rynku finansowego, druga – w ramach kompleksowych programów pomocowych (wzmocnienie kapitałów własnych banków, gwarancje, pożyczki uprzywilejowane, dotacje, gwarancje państwa i wehikuly dla toksycznych wartości bilansowych). Z reguły jednak to właśnie te wykorzystano w mniejszym stopniu od ich wartości nominalnej. Najważniejszym ich celem było utrzymanie płynności banków, zapewnienie im kapitału umożliwiającego prowadzenie działalności handlowej, budowa zaufania do i pomiędzy uczestnikami rynków finansowych, a w efekcie ochrona gospodarki realnej i jej stabilizacja.

Największe kompleksowe programy pomocowe uruchomiono w Stanach Zjednoczonych i w Niemczech (ok. połowa wartości wszystkich programów). W krajach Unii Europejskiej w 2007 r. 27 państw wydatkowało 66,5 mld euro,

¹⁰⁴ Rządy 13 państw UE dekapitalizowały banki, udzieliły gwarancji m.in. na emisję bankowych papierów dłużnych i pożyczek na warunkach korzystniejszych od obowiązujących na rynku, www.cash.ch/news/staatshilfen-in-eu-massiv-gestiegen z 13 XII 2009 r.

¹⁰⁵ www.ftd.de/finanzpolitik/international/US-Wirtschaftshilfen-23-700-000-000-Dollar 21 VII 2009 r.

¹⁰⁶ Według Brytyjskiej Izby Kontroli, za: M. Misach, *Staat pumpt 850 Milliarden Fund in marode Institute*, „Handelsblatt” z 19.12.2009 r.

¹⁰⁷ *Staatliche Beihilfen: Laut Beihilfenanzeiger in der Finanzkrise stark angestiegen, aber nicht zulasten des Binnenmarkts*, Brüssel, 7 XII 2009 r., www.Europa.eu/rapid/pressReleasesAction z 13 XII 2009 r.

¹⁰⁸ Dane na podstawie raportu Międzynarodowego Funduszu Walutowego, za: Deutsche Bank Research, *Direkte fiskalische...*, s. 2.

a w 2008 r. 279,6 mld euro, co oznaczało odpowiednio 0,52 i 2,2% PKB. Gdyby za główny wskaźnik informujący o wielkości pomocy uznać procentowy udział w PKB, to najwyższy był w Irlandii (19,6% w 2008 r.), Luksemburgu (7,64%), Belgii (5,17%), Łotwie (6,2%), Wielkiej Brytanii (3,79%), Holandii (2,87%), Niemczech (2,5%), Danii (1,22%), Portugalii (0,26%), Szwecji, (0,11%), Hiszpanii (0,09%)¹⁰⁹.

Niezależnie od sporów na temat roli państwa w gospodarce należy podkreślić, że nie było alternatywy dla tego zaangażowania, a w całym analizowanym okresie wspomagane było przez banki centralne, w tym i Europejski Bank Centralny¹¹⁰.

Globalizacja rynków finansowych sprawiła, że pomoc ta wymagała podjęcia skoordynowanych decyzji międzynarodowych, o których podjęcie zabiegano zwłaszcza podczas spotkań prezesów banków centralnych i kolejnych szczytów, głównie w ramach G20. Odnotować jednak należy, iż wspólne deklaracje z trudem przekładają się na przyjęcie konkretnych rozwiązań. Uzyskanie podczas szczytów zgody „co do zasady” nie oznacza bowiem otwartej drogi dla ustanowienia międzynarodowych porozumień, w tym w kwestii nadzoru nad instytucjami i obrotu instrumentami finansowymi (zwłaszcza derywatami czy instrumentami finansowymi powstałymi w wyniku sekurytyzacji). Należy jednak podkreślić starania na płaszczyźnie narodowej, a także i Unii Europejskiej w tym zakresie. W lipcu 2010 r. prezydent USA podpisał ustawę umożliwiającą w przyszłości reformę rynku finansowego. Ten dokument, liczący 2300 stron, przewiduje *de facto* powrót do jego silnej regulacji¹¹¹.

¹⁰⁹ Według informacji Komisji Europejskiej, *Staatliche Beihilfen: Laut Beihilfenanzeiger in der Finanzkrise stark angestiegen, aber nicht zulasten des Binnenmarkts*, IP/09?1884, Bruksela 7. Dezember 2009 i www.handelsblatt.com/politik/international/staatshilfen-was-sich-eu-staaten-die-bankenretungskosten, z 2 XII 2009.

¹¹⁰ W grudniu 2009 r. banki nadal poszukiwały i w znacznym stopniu regulowały płynność w banku centralnym, w Stanach Zjednoczonych. W połowie grudnia banki miały ponad 1000 USD rezerw na rachunku w banku centralnym, a tylko w III kwartale roku 244 banki zwróciły się do EBZ o 96,9 mld euro – specjalny, uruchomiony w 2009 r. 12-miesięczny kredyt. Dane za: T. Bayer, *Banken zapfen EZB nochmals an*, www.ftd.de/finanzen/markte/anleihen-devisen/jahrestender-banken. z dn. 19.12.2009 r.

¹¹¹ Między innymi monetarne instytucje finansowe korzystające z państwowej ochrony depozytów będą mogły w ograniczony sposób inwestować w fundusze hedgingowe lub typu *Private-Equity*, a także prowadzić działalność operacyjną na rynku międzybankowym. Przyjęte rozwiązania mają w przyszłości ograniczyć możliwość wystąpienia ryzyka systemowego, również dzięki wypracowaniu reguł specjalnego postępowania „ratunkowego” w branżach. Jest to niezmiernie ważne, gdyż może oznaczać koniec niepisanej zasady „too big to fail”. Opracowane zostaną również regulacje dla funduszy hedgingowych i obrotu produktami finansowymi, w tym także derywatami. Zreformowany zostanie nadzór nadbankowy i ubezpieczeniowy. Ochronę inwestorów i konsumentów ma zapewnić regulacja działalności agencji ratingowych. Koszty działań mają zostać pokryte ze środków TARP, również banki poniosą większe koszty ubezpieczenia depozytów. Opracowano na podstawie materiałów prasowych, w tym Eckpunkte der US-Finanzmarktreform, Strenge Auflagen und mehr Transparenz, www.tageschau.de/wirtschaft/usfinanzmarktreform104.html z dn. 15.07.2010.

Jedną z otwartych kwestii pozostaje nadal problem bonusów wypłacanych kadrze kierowniczej i pracownikom banków. Na szczycie G20 we wrześniu 2009 r. w Pittsburgu – kluczowym dla wypracowania agendy odnośnie do przyszłego funkcjonowania rynku bankowego – branża finansowa zobowiązała się do ustalenia nowych zasad wypłaty bonusów. Miały być wypłacane według długoterminowego efektu, przede wszystkim w obszarze bankowości inwestycyjnej. Trudno uwierzyć, ale przebieg i doświadczenia kryzysu globalnego nie zniechęciły nawet banków korzystających z pomocy rządowej do ich wypłaty¹¹². Co prawda, w niektórych państwach problem ten powoli znajduje ustawowe rozwiązanie. Parlament Europejski w lipcu 2010 r. zaproponował zasady wypłaty bonusów od 2011 r.¹¹³. Nie będzie ustalona górna granica, jednak wypłata gotówkowa została ograniczona do 30% przypadającej kwoty, a pozostała część pozostanie na rachunku bankowym lub zostanie wypłacona w formie opcji na akcje i zrealizowana po 3-5 latach. W przypadku poniesienia przez bank straty bonus ten może być nawet częściowo zwrócony.

Należy przyjąć, że nie są do tej pory znane zaangażowania poszczególnych instytucji finansowych (a więc nie tylko banków) w niskiej jakości papiery wartościowe. Z niepokojem jednak odnieść się należy do tych banków, które nadspodziewanie szybko zwróciły uzyskaną pomoc, np. *Credit Agricole* i banki amerykańskie.

Na pomoc sektorowi bankowemu należy spojrzeć przez pryzmat deficytów budżetów poszczególnych państw. Jej uruchomieniu towarzyszył w większości państw także aktywizujący gospodarkę pakiet koniunkturalny, który niejednokrotnie zastępował pakiet bankowy. Wszystkie te działania nie zapobiegły spadkowi tempa wzrostu PKB, a powstałe zadłużenie budżetów publicznych może okazać się katastrofalne dla gospodarki (koszty pośrednie kryzysu)¹¹⁴. Utrzymująca się presja na płynność banków może okazać się podwaliną pod przyszły

¹¹² W trakcie kampanii wyborczej prezydent Obama stwierdził, że nie kandyduje, aby pomóc „wielu bonzom” z Wall Street. Tylko w ciągu 9 miesięcy 2009 r. największe banki amerykańskie osiągnęły zysk w kwocie 50 mld USD, tj. dwukrotnie wyższy niż w najlepszym 2000 r., a to powoduje, że wypłacone zostaną ponownie miliardowe bonusy, np. *Goldman Sachs*, *Morgan Stanley* i *J.P. Morgan* mogą wypłacić ok. 30 mld USD. *Bank of America* dostał od rządu 45 mld USD i osiągnął w 2008 r. zysk 2,56 mld, wypłacił 3,3 mld bonusów, a to oznacza, że 172 osoby otrzymały co najmniej 1 mln USD, w tym 28 ponad 3 mln, za: F. Waldewitz, *New York kämpft Gegen die Staatspleite*, „Die Zeit” z 19.12.2009 r. Minister Finansów w Wielkiej Brytanii zaproponował nałożenie nadzwyczajnego podatku w wysokości 50% na wynagrodzenia powyżej 25 tys. £ częściowo upaństwowionego *Royal Bank of Scotland*, a połowa zarządu zagroziła odejściem.

¹¹³ Rezolucja legislacyjna Parlamentu Europejskiego z dnia 7 lipca 2010 r. w sprawie wniosku dotyczącego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającej dyrektywę 2006/48/WE i 2006/49/WE w zakresie wymogów kapitałowych dotyczących portfela handlowego i resekurytyzacji oraz przeglądu nadzorczoego polityki wynagrodzeń (COM(2009)0362 – C7-0096/2009).

¹¹⁴ Deficyt budżetu państwa w stosunku do PKB w październiku 2009 r. (w nawiasie rok 2008) wyniósł dla EU27 -6,0% (-2,3%), Francji -6,6% (3,4%), Niemiec -3,9% (-0,1%), Wielkiej Brytanii -11,5% (-5,5%), Irlandii -12% (-7,1%). Źródło: Europäische Kommission, za www.welt.de/wirtschaft?article5521794, wgląd 7 XII 2009.

„bąbel inflacyjny” i obciąża „przyszłe” środki publiczne. Istnieje zatem realne zagrożenie, że kryzys finansowy przekształci się w przyszłości w kryzys państw, podobnie jak to miało miejsce chociażby w odniesieniu do Grecji. W Niemczech oszacowano, że federacja, kraje federacji i gminy z powodu kryzysu gospodarczego i finansowego muszą zaciągnąć dodatkowe kredyty na 510 mld euro do 2012 r.¹¹⁵ To może mieć konsekwencje dla rynków finansowych – z uwagi na nieznaną nigdy w historii emisję przez państwo papierów wartościowych i ogromną konkurencję pomiędzy emitentami.

Pomoc udzielona do tej pory stawia państwo i to w stopniu jeszcze większym niż miało to miejsce przed kryzysem w charakterze zakładnika wielkich, systemowo ważnych instytucji i zachęca do hazardu moralnego. W tej sytuacji należy kontynuować prowadzone zarówno w Wielkiej Brytanii, jak i w Niemczech prace nad ustawami regulującymi likwidację banków systemowo ważnych¹¹⁶, tak aby nie powodowało to zagrożenia dla stabilności międzynarodowego systemu finansowego. Należy zastanowić się, czy w przyszłości nie dokonać podziału na banki prowadzące ryzykowne operacje, ale w konsekwencji ponoszące odpowiedzialność za poniesione straty, i banki, których właściciele nie mogą liczyć na okazałe dywidendy i bonusy, ale usługobiorcom zapewniają poczucie bezpieczeństwa.

Państwo i jego instytucje winny zatem zaangażować się jeszcze aktywniej w organizację nowej architektury rynków finansowych. Przyjęte zasady muszą bowiem ograniczyć lub pozwolić dostatecznie wcześnie na identyfikację zagrożeń. Wydaje się, że można to osiągnąć dzięki wypracowaniu zasad nadzoru, w tym także międzynarodowego w obszarze bankowym, papierów wartościowych, ubezpieczeń i programów emerytalnych. Jedną z podstawowych kwestii będących przedmiotem międzynarodowych uzgodnień pozostaje regulacja minimalnych wymogów kapitałowych. Do 2012 r. mają być opracowane zasady kształtowania relacji między kapitałem akcyjnym spółki a jej zadłużeniem (*Leverage Ratio*). Na państwie spoczywa także odpowiedzialność za przygotowanie rozwiązań zapewniających większą transparentność transakcji dokonywanych w ramach bankowości inwestycyjnej.

Konsekwencjami obecnego kryzysu, w tym również spowodowanymi przyjętym przez poszczególne państwa instrumentarium, są i będą w najbliższej przy-

¹¹⁵ *Finanzplanungsrat – 510 000 000 000 euro neue Schulden*, „Financial Times Deutschland” z 8 lipca 2009 r.

¹¹⁶ Utworzona latem 2009 r. *Financial Stability Board* (FSB) ogłosiła w grudniu 2009 r. listę 30 banków, które muszą poddać się szczególnemu nadzorowi ze względu na ich znaczenie dla międzynarodowego rynku finansowego, a są to m.in. *Deutsche Bank, UBS, Credit Suisse, BNP Paribas, Societe Generale, Banco Santander, BBVA, Unicredit, Banca Intela, ING, HSBC, Royal Bank of Scotland, Standard Chartered, Banca of America, Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, Royal Bank of Kanada, Sumitomo, Mizuho i Mitsubishi UF Financial Group*.

słości daleko idące zmiany w narodowych systemach bankowych oraz na światowych listach rankingowych banków, gdzie już dzisiaj przewodzą wywodzące się z Chin. W Stanach Zjednoczonych jedną z najważniejszych zmian jest przekształcenie banków inwestycyjnych w „normalne” banki handlowe, w Holandii dezintegracja ING, a w Niemczech jedynie dwa banki prywatne (*Deutsche Bank* i *Commerzbank*) będą miały ogólnokrajową sieć. Planowane jest także wydzielenie z dotychczasowego nadzoru skonsolidowanego – nadzoru bankowego do *Deutsche Bundesbank*.

Należy zgodzić się z opinią Komisarza UE ds. konkurencji – Neelie Kroes – że w ostatnich 14 miesiącach dzięki bezprecedensowej polityce państw udało się osiągnąć stabilizację rynków finansowych¹¹⁷. Należy jednak zwrócić uwagę na koszt tej operacji obciążający przyszłe pokolenia i ograniczający możliwości finansowania przez państwo rozwoju gospodarczego. Nadto, żadnej z przyczyn, które spowodowały kryzys, nie można jeszcze we wrześniu 2010 r. uznać za rozwiązaną i przewyższoną w dłuższej perspektywie.

Literatura

- Blanchard O., *The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies*, „Working Paper Series” 2008/09-01, Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics.
- Bloss E., Häcker E., *Von der Subprime-Krise zur Finanzkrise*, Oldenburg-Wissenschaftsverlag, München 2008.
- Dan L., Shujie Y., *World Financial Crisis and the Rise of Chinese Commercial Banks*, Research Paper Series China and the World Economy 2009/08, University of Nottingham.
- Deutsche Bundesbank, *Eurosystem, Finanzstabilitätsbericht 2009*, November 2009.
- Diemo D., Hauck A., *Internationale Finanzintegration und Stabilität: Ursachen und vorläufige Lehren aus der internationalen Bankenkrise 2007/2008*, „Wirtschaft im Wandel” 2009/1TH, s. 13-19.
- Lanzeni M. L., *Antikrisenmaßnahmen in den Schwellenländern*, Deutsche Bank Research z 13 VIII 2009 r.
- Mohn C. (ed.), *Die Krise. Was auf den Finanzmärkten geschah und was jetzt zu un ist*, DIW Berlin 2009.
- Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, Warszawa 2009.
- Ostalecka A., *Kryzysy bankowe i metody ich przewyższania*, Warszawa 2009.
- Sinn H.-W., *Der Kasino Kapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kamm, und was jetzt zu tun ist*, Berlin 2009.

¹¹⁷ www.cash.ch/news/staatshilfen-in-eu-massiv-gestiegen z 13 XII 2009 r.

Szambelańczyk J. (red.), *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, Związek Banków Polskich, Warszawa 2009.

Taylor J. B., *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009.

Zimmermann H., *Finanz- und Wirtschaftskrise-Was kosten die Maßnahmen wirklich?*, „Wirtschaftsdienst” nr 5/2009, s. 306-312.

Jan Szambelańczyk

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

Piotr Bodył Szymala

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

Problemy kształtowania wspólnotowego nadzoru nad bankami

***Streszczenie.** Systemy ekonomiczne w gospodarkach rynkowych cechuje zmienność związana z cyklami koniunkturalnymi, które w odniesieniu do systemów finansowych oznaczają nie tylko ryzyko, ale także zakłócenia stabilności.*

Cele sieci bezpieczeństwa finansowego UE powinny respektować fundamentalne zasady uczciwej konkurencji, co jest niemożliwe bez dostępu do informacji adresowanej do homo contractor. Jest to szczególnie ważne w odniesieniu do dużych grup finansowych.

Doktryna TBTF winna być stopniowo wypierana przez zasadę adekwatnego partycypowania w kosztach pokrycia ryzyka systemowego generowanego przez instytucje finansowe.

Poza europeizacją podmiotów wyposażonych w kompetencje regulatorów rynku w odniesieniu zwłaszcza do dużych instytucji finansowych, także ograniczanie wad NUK (w Basel III) stanowi pierwszoplanowe zadanie dla sieci bezpieczeństwa sektora finansowego w UE (m.in. wielość metod szacowania minimalnego kapitału regulacyjnego i indywidualizacja, zwłaszcza zaawansowanych, metod pomiaru ryzyka. Nadto założenie, że tanio pozyskiwane kompetencje pracowników regulatora rynku wystarczą do należytej weryfikacji dokonań znacznie lepiej opłacanego i liczniejszego personelu banków, jest zbyt kontrowersyjne (problem ryzyka modelu).

Artykuł analizuje model, zaproponowany przez Grupę de Larosière'a, zakładający współdziałanie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego, trzech nadzorów branżowych (w tym Europejskiego Organu Nadzoru Bankowego) z krajowymi regulatorami rynku. Jest próbą hermeneutycznego dochodzenia do adekwatnych – do sytuacji ekonomicznej – środków nadzorczych z oczekiwaniem ich skuteczności, która jest odwrotnie proporcjonalna do czasu wymaganego na podjęcie decyzji w tym trybie. Sprzeczność interesów

efektywności zarządczej z poszanowaniem partykularyzmów narodowych jawi się jako fundamentalne wyzwanie nowej architektury bezpieczeństwa w propozycjach Komisji Europejskiej. W tej części artykuł nawiązuje także do zgłoszonych w połowie 2010 r. projektów technicznego ograniczania wielkości wynagrodzeń bonusowych w sektorze finansowym.

Publikacja zawiera także analizę modelu wspólnotowego nadzoru bankowego według kryterium kosztów działań nadzorczych, a także ocenę wspólnotowego funduszu sanacyjnego, jako narzędzia zapewniającego finansowanie skutków działań nadzorczych.

1. Wstęp

Sekularny trend rozwoju cywilizacji dowodzi sukcesywnego poszerzania społecznej przestrzeni aktywności ludzi i ich organizacji, a także – co ważne w kontekście tych rozważań – wzrostu roli pieniądza oraz instrumentów i rynków finansowych w obrocie gospodarczym zarówno w granicach państw narodowych, ugrupowań gospodarczych, jak i w skali globalnej. Przełom tysiącleci charakteryzuje bezprecedensowa dynamika wzrostu obrotów finansowych, w tym zwłaszcza tych, za którymi nie następuje żaden przepływ towarów czy usług materialnych.

W momencie rozpoczynania się kryzysu finansowego w 2007 r. wartość aktywów finansowych przekraczała 3,5-krotnie światowy PKB i wynosiła około 160 trylionów USD. W UE ta wielkość sięgała około 360% PKB, a w Stanach Zjednoczonych aż 450% PKB¹. W roku 2008 całkowita wartość Credit Default Swap (CDS) w systemie finansowym oscylowała wokół 60 trylionów USD².

Na niespotykaną w historii skalę rozwija się handel ryzykiem, jako swoim towarem na rynku globalnym, a banki coraz mniej przypominają nobliwe instytucje, w których dokonuje się dyskretnych transakcji finansowych. Stają się natomiast sieciowymi supermarketami finansowymi, sprzedającymi masowo szeroki asortyment produktów zarówno bankowych, jak i typowych dla innych segmentów rynku usług finansowych. Konkurencja między poszczególnymi segmentami rynku usług finansowych sprawia, że pomimo rozległych regulacji, odnośnie do podmiotów świadczących te usługi i obrotu instrumentami finansowymi, rynek ten staje się coraz bardziej powiązany kapitałowo i organizacyjnie, a jednocześnie mniej transparentny dla przeciętnego klienta.

¹ *McKinsey Global Institute*, Mapping global capital markets: Fifth annual report, październik 2008 r.

² „Financial Times” z 9 marca 2009 r.

Biorąc pod uwagę rozległość konsekwencji globalnego kryzysu finansowego drugiej połowy pierwszej dekady XXI w., rodzi się także pytanie o skuteczność kanałów komunikacji oraz profesjonalizm ludzi i instytucji odpowiedzialnych za regulacje wpływające na stabilność systemu finansowego³. Warto zbadać, dlaczego rozbudowane systemy monitorowania, a nawet wczesnego ostrzegania przed ryzykiem kryzysu finansowego nie były dostatecznie skuteczne? Praktyka społeczna stwarza także zapotrzebowanie na wdrożenie rozwiązań odpowiadających poziomowi rozwoju rynku.

W sytuacji braku „dobrej” teorii problemy praktyczne rozstrzyga się często na gruncie racjonalności metodologicznej. Ogląd praktyki zdaje się wskazywać na taki charakter kształtowania sieci bezpieczeństwa finansowego (ang. *safety net*), w tym także wspólnotowej sieci bezpieczeństwa w ramach Unii Europejskiej. Przy tym dyskutowany na płaszczyźnie międzynarodowej charakter instytucjonalno-kompetencyjny ogniwa sieci bezpieczeństwa nosi znamiona wpływu decydentów politycznych oraz gry interesów narodowych.

2. Cele tworzenia sieci bezpieczeństwa finansowego

Systemy ekonomiczne w gospodarkach rynkowych cechuje zmienność związana z cyklami koniunkturalnymi, które w odniesieniu do systemów finansowych oznaczają nie tylko ryzyko, ale także zakłócenia stabilności (ang. *financial instability*), zwłaszcza zrównoważonego rozwoju. Innymi słowy: w gospodarce rynkowej szeroko rozumiane instytucje finansowe, a w szczególności instytucje kredytowe cechuje ryzyko utraty płynności, a nawet wypłacalności, doświadczenie uczy zaś, że ryzyko to nie ma tylko charakteru potencjalnego. Wbrew intencjom twórców i decydentów krajowych i wspólnotowej sieci bezpieczeństwa dotyczy to także podmiotów gry rynkowej na jednolitym rynku europejskim. Z uwagi na negatywne skutki niestabilności finansowej dla gospodarki realnej i dla obywateli⁴, w niektórych koncepcjach stabilność systemu finansowego, a zwłaszcza bankowego, traktowana jest nawet jako dobro publiczne i uzasadnia ingerencję norm prawa i regulatorów w funkcjonowanie mechanizmu rynkowego, współcześnie nawet w wymiarze globalnym⁵. Dążenie do zwiększenia poziomu stabilności systemów finansowych

³ Szerzej: J. Szambelańczyk, *Kapitał społeczny a globalny kryzys finansowy początku XXI wieku*, w: *Globalizacja. Szanse, zagrożenia, perspektywy*, pod red. P. Deszczyńskiego, Zeszyty Naukowe WSB w Poznaniu, 23/2009 r.

⁴ Zwłaszcza w aspekcie bezpieczeństwa oszczędności obywateli gromadzonych w funduszach emerytalnych.

⁵ A. Jurkowska, *Światowe dobro publiczne*, „Gazeta Bankowa” z 14.02.2005 r., s.32.

wych stanowi główną determinantę architektury sieci bezpieczeństwa finansowego UE⁶.

Cele sieci bezpieczeństwa finansowego UE powinny respektować fundamentalne zasady uczciwej konkurencji. Jest to szczególnie ważne w odniesieniu do dużych grup finansowych, których znaczenie dla gospodarki może być wykorzystane do usprawiedliwiania jawnych lub ukrytych gwarancji ze stron władz publicznych. Takie gwarancje prowadzić mogą do nasilania się zjawiska *moral hazard*, które przejawia się w podejmowaniu nadmiernego ryzyka, bazującego na prakseologicznie racjonalnym, a aksjologicznie niedopuszczalnym, przeświadczeniu o zapewnieniu przez państwo ochrony przed skutkami nierozważnych decyzji samych instytucji finansowych⁷. Także względ na nadmierne i trudne do oszacowania koszty upadłości dużych grup finansowych bywa wykorzystywany do racjonalizacji faktu finansowania, w ciężar wydatków publicznych, procesów ratowania płynności i ochrony przed niewypłacalnością takich podmiotów. W sposób oczywisty narusza to zasadę równego dostępu do pomocy publicznej, ale wpisuje się w doktrynę „zbyt duży, żeby upaść” (ang. *Too-Big-To-Fail*) lub „zbyt ważny, żeby upaść” (ang. *Too-Important-To-Fail*). W jednym z wariantów doktryna TBTF – wprost wyrażona w 1984 r. przez Toda Coovera – przekształca się w „zbyt powiązany, żeby upaść” (ang. *Too-Connected-To-Be-Allowed-To-Fail*).

Odnotujmy, że ryzyko systemowe, które generują wielkie instytucje finansowe, jest nie tylko (niewyłącznie) pochodną ich skali, ale przede wszystkim istotności. To owa istotność pozwala im na odnoszenie (póki co) sukcesów w tzw. *game of chicken* z regulatorami rynku i między innymi posługiwanie się praktycznie swobodnie dźwigniami finansowymi, z wykorzystaniem inżynierii finansowej, przy jednoczesnym zachowaniu adekwatności współczynnika wypłacalności.

3. Zarys architektury sieci bezpieczeństwa finansowego

Elementami sieci bezpieczeństwa finansowego są podmioty wyposażone w odpowiednie obowiązki i uprawnienia (kompetencje), normy i zasady, z których część przyjmuje postać norm prawnych, dotyczących działalności instytucji finansowych, a także fundusze służące realizacji celów przypisanych do

⁶ E. Freitag-Mika, Z. Kołodziejak, W. Putkiewicz, *Bezpieczeństwo ekonomiczne we współczesnym świecie*, Radom 1996 r., s. 10; Z. Kołodziejak, *Bezpieczeństwo ekonomiczne, Teoria i praktyka*, Łódź 1986.

⁷ E. Yue, *Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability – the Hong Kong experience*, BIS Papers, Nr 1 z marca 2001 r., s. 237.

odpowiednich ogniw tej sieci, wreszcie strumienie, zasoby i kanały przepływu informacji. Z uwagi na ramy niniejszego opracowania, w dalszej części uwaga zostanie skoncentrowana na bankach jako najważniejszej, póki co, kategorii instytucji finansowej, której przypisuje się cechę instytucji zaufania publicznego.

Tabela 1. Podstawowe standardy zdrowego systemu finansowego

Kryterium	Standard	Inicjator
POLITYKA MAKROEKONOMICZNA I INFORMACJA		
Przejrzystość polityki finansowej i pieniężnej	Kodeks dobrej praktyki	IMF – International Monetary Found
Przejrzystość polityki fiskalnej	Kodeks dobrej praktyki	IMF – International Monetary Found
Publikowanie danych	System rozpowszechniania informacji ogólnych i specjalnych	IMF – International Monetary Found
INFRASTRUKTURA INSTYTUCJONALNA I RYNKOWA		
Niewypłacalność	Zasady i wytyczne postępowania w przypadku niewypłacalności	Word Bank
Zarządzanie korporacyjne	Zasady zarządzania korporacyjnego	OCDE – Organisation for Economic Co-operation and Development
Rachunkowość	Międzynarodowe standardy rachunkowości	IASB – International Accounting Standard Board
Rewizja finansowa	Międzynarodowe standardy prowadzenia audytu	IFAC – International Federation of Accountants
Płatności i rozliczenia	Podstawowe zasady dla ważnych systemów płatniczych	CPSS – Committe on Payment and Settlement Systems
Niepodzielność rynku	40 rekomendacji dla działań finansowych dotyczących prania pieniędzy	FATF – Financial Action Task Force
REGULACJE I NADZÓR FINANSOWY		
Nadzór bankowy	Podstawowe zasady efektywnego nadzoru bankowego	BCBS – Basel Committee on Banking Supervision
Regulacja rynku papierów wartościowych	Cele i zasady regulacji rynku papierów wartościowych	IOSCO – International Organization of Securities Commissions
Nadzór ubezpieczeniowy	Podstawowe zasady w zakresie ubezpieczeń	IAIS – International Association of Insurance Supervision

Źródło: Opracowanie własne na podstawie materiałów instytucji inicjujących.

Ważnym elementem szeroko rozumianej sieci bezpieczeństwa finansowego są autoograniczenia stosowane przez banki, zgodnie z postulatem *prudential management*. Znaczenie tego rozwiązania podkreślają zaawansowane modele szacowania ryzyka w ramach II Filaru Nowej Umowy Kapitałowej (NUK). Naturalnie przywoływanie NUK nie może abstrahować od opublikowanych w grudniu 2009 r. założeń Bazylei III⁸. Wśród głównych postanowień projektowanej Bazylei III wymienia się: restrykcyjną definicję funduszy własnych pierwszej kategorii, wyższy wymóg kapitałowy na transakcje kapitałowe na instrumentach pochodnych i akcjach, nowe wymogi dotyczące stosowania ratingów wewnętrznych, bardziej restrykcyjne zasady dotyczące zarządzania płynnością oraz sankcje za niespełnienie wymogów kapitałowych. Nowe zdefiniowanie funduszy własnych przejawia się w konieczności utrzymywania funduszy podstawowych na poziomie 8% aktywów ważonych ryzykiem, a nie jak dotychczas 4%. Ograniczone będą także możliwości wykazania dochodów krótkoterminowych i konieczności korekty o ujemną wycenę bieżącą instrumentów finansowych w portfelu banku⁹.

Istotnym elementem sieci bezpieczeństwa finansowego są także reguły rzetelnego informowania rynku o sytuacji ekonomiczno-finansowej banków. Abstrahując od kwestii racjonalności *homo contractor*¹⁰, można bez większego ryzyka przyjąć, że wiedza o ryzykach generowanych przez transakcje międzybankowe, czy szerzej na rynku finansowym, ma charakter „prewencyjny” i zmniejsza prawdopodobieństwo nadmiernego angażowania się w transakcje z podmiotami zagrożonymi niewypłacalnością, co samo przez się przyczynia się do stabilności systemu, przez faktyczną marginalizację podmiotów podwyższonego ryzyka.

Tabela 2. Przykładowe działania zapobiegające destabilizacji systemu bankowego

Ramy organizacyjno-instytucjonalne	Rozwój sieci placówek banku w różnych regionach (dywersyfikacja geograficzna) Różnicowanie oferty usług bankowych w segmencie depozytowym i kredytowym (dywersyfikacja przedmiotowa) Usługi dla instytucji rynku kapitałowego i ubezpieczeniowego Standardy kwalifikacyjne w bankowości <i>Corporate Governance</i> ze szczególnym uwzględnieniem banków uplasowanych na rynku giełdowym Inne
------------------------------------	--

⁸ Basel Committee on Banking Supervision, *Strengthening the resilience of the banking sector*, 17 grudnia 2009 r.

⁹ www.finance.egospodarka.pl, Czy polskie banki spełniają wymogi Basel III.

¹⁰ Przekonująca wydaje się teoria ograniczonej racjonalności autorstwa H. Simon'a, zaprezentowana w *Theories of Decision Making in Business Organizations* (American Economic Review, 1959), czy nawiązująca do niej teoria racjonalności intencjonalnej, także wpisująca się w nurt nowej ekonomii instytucjonalnej.

cd. tabeli 2

Regulacje i nadzór	Niezależność banku centralnego i polityka silnego pieniądza Licencjonowanie (w tym zgoda na obsadę niektórych stanowisk) Normy kapitałowe i ostrożnościowe Zasady zachowania płynności Badanie sprawozdań finansowych Skuteczność publicznego nadzoru nad bankami (w tym rekomendacyjnych, a nie tylko stanowczych rozstrzygnięć regulatora) Skuteczność wewnątrzrodowiskowych reguł samoregulacyjnych Inne
Ochrona przed upadłością	Bezpośrednie inwestycje kapitałowe Wykup niektórych aktywów ze środków publicznych Fuzje wspierane środkami publicznymi lub przywilejami finansowymi Pomoc banku centralnego w zakresie płynności Pomoc skarbu państwa w zakresie płynności Pożyczki na realizację programów naprawczych Inne
Upadłość banku	Ubezpieczenie depozytów Gwarancje Skarbu Państwa dla deponentów Dofinansowanie przejęcia „chorego” banku Transakcje zakupu części lub przedsiębiorstwa „chorego” banku Inne
Doktryna TBTF i TITF	Nacjonalizacja „chorego” banku o strategicznym znaczeniu dla systemu Akcje ratownicze dla sanacji strategicznego banku Inne

Źródło: Opracowanie własne na podstawie M. Roth, „*Too-Big-To-Fail*” and the Stability of the Banking System: *Some Insights From Foreign Countries*, „Business Economics” 1994 nr 4, s. 48; E. P. M. Gardener, P. Molyneux, *Powrót do doktryny TBTF: postępowanie wobec banków strategicznych zagrożonych upadłością*, „Bezpieczny Bank” 1998 nr 1, s. 23-54.

4. *Status quo* w zakresie nadzoru nad bankami w UE

W UE obowiązuje zasada harmonizacji regulacji w zakresie nadzoru nad bankami w państwach członkowskich jako przejaw preferowania ustanawiania minimalnych standardów nad ujednoczeniem rozwiązań, przynajmniej tak długo, jak nie prowadzi to do niepożądanych perturbacji w zachowaniach podmiotów w układzie transgranicznym na rynku wspólnotowym (np. poziom gwarancji depozytów).

Kluczowe znaczenie dla kształtowania infrastruktury sieci bezpieczeństwa systemu bankowego miało wdrażanie Strategii Rozwoju Rynku Usług Finansowych (ang. *Financial Services Action Plan* – FSAP) przyjętego w 1999 r. i zasadniczo ukończonego w 2004 r.¹¹ W kontekście poruszanej problematyki

¹¹ W ramach FSAP opracowano ok. 30 dyrektyw wspólnotowych związanych z budową jednolitego rynku finansowego. Szerzej: www.financial-services-action-plan.com.

kluczowy charakter mają dyrektywy o adekwatności kapitałowej (Dyrektywy 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe¹² oraz Dyrektywy 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych¹³), gdyż traktują one bezpośrednio o wypłacalności instytucji kredytowych, co pozwala delimitować podmioty niewypłacalne od wypłacalnych. Wspomniane dyrektywy są istotnym składnikiem FSAP i w założeniu winny modernizować ramy adekwatności kapitałowej dla instytucji kredytowych i przedsiębiorstw inwestycyjnych, co jest kluczowe przy opisywaniu zagrożeń niewypłacalnością.

W obowiązującym modelu nadzór nad rynkiem bankowym w UE oparty jest na następujących założeniach fundamentalnych: właściwości państw macierzystych w sprawowaniu nadzoru bankowego, współpracy nadzorów krajowych w związku ze sprawowanym nadzorem¹⁴ oraz harmonizacji reguł ostrożnościowych. Nadzór sprawowany przez państwo macierzyste winien dotyczyć między innymi wypłacalności banków (instytucji kredytowych) oraz stabilności systemu. Z kolei właściwe władze nadzorcze państwa goszczącego mają prawo do nadzoru płynności finansowej oddziału instytucji kredytowej oraz przestrzegania przez nią wymogów krajowej polityki pieniężnej¹⁵. Warto podkreślić, że powołanie Europejskiego Banku Centralnego i wprowadzenie euro nie miało wpływu na instytucjonalną zmianę w organizacji nadzoru bankowego w UE¹⁶.

Podział odpowiedzialności za należyty nadzór nad wypłacalnością danej instytucji kredytowej i płynnością jej oddziałów w poszczególnych państwach członkowskich jest źródłem dysfunkcyjności reguł nadzoru sanacyjnego, z uwagi na oddzielanie korzyści z działalności i kosztów fiskalnych sanacji lub upadłości, co generuje ryzyko podsycania nacjonalizmów. W warunkach kryzysu prawdopodobne jest akumulowanie środków w kraju macierzystym holdingu bankowego, poprzez dążenie do poprawy sytuacji podmiotu domi-

¹² Dziennik Ustaw Unii Europejskiej (Dz.U.U.E.L.) z 2006 r., Nr 177, poz. 1.

¹³ Ibidem, poz. 201.

¹⁴ Zasady opisane w dyrektywach o adekwatności kapitałowej są rozbudowywane o porozumienia bilateralne nadzorców. Mogą one dawać nadzorowi z państwa goszczącego możliwość uczestniczenia w inspekcjach przeprowadzanych przez państwo macierzyste w centrali instytucji kredytowej dominującej wobec filii z państwa goszczącego. Por. W. Kwaśniak, *Obecne i przyszłe zmiany roli polskiego banku centralnego w zakresie nadzoru bankowego*, w: *Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do UE*, Zeszyty BRE Bank – CASE nr 76 z 2005r., s.19.

¹⁵ A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa UE*, Warszawa 2008, s.220.

¹⁶ O. Szczepańska, *Funkcja stabilności finansowej w Eurosystemie*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 6, s. 10.

nującego kosztem spółek zależnych z innych państw członkowskich. Taki zabieg jest racjonalny z punktu widzenia nadzoru macierzystego, a zarazem kosztowny i nieakceptowalny dla państwa goszczącego. W opisanych okolicznościach nadzór macierzysty nad holdingiem bankowym, niewykorzystujący możliwych dróg transferu korzyści z zagranicznych filii do narodowej centrali, de facto działałby na szkodę swojego kraju¹⁷.

Narodowy charakter nadzoru bankowego nie stoi w sprzeczności z modelem nadzoru skonsolidowanego z dominacją regulatora z kraju uzyskania licencji przez instytucję kredytową (holding bankowy lub konglomerat finansowy). Taki nadzór bazuje, po pierwsze, na uznaniu kompetencji organów nadzoru państwa, które wydało licencję instytucji kredytowej przez państwo goszczące (mimo iż wspomniane skutki występują bezpośrednio w tymże państwie goszczącym), po wtóre, na współpracy regulatorów z państwa macierzystego i goszczącego.

W ujęciu dogmatycznym, zgodnie z aktualnie funkcjonującym modelem nadzoru, mamy do czynienia z rozbudowanymi kompetencjami nadzoru z poziomu państwa członkowskiego, a nie z nadzorem europejskim (ponadpaństwowym), czyli takim, który zakotwiczony jest już pierwotnie na poziomie Wspólnoty i ma tak samo ponadnarodowy charakter, z punktu widzenia miejsca uzyskania licencji przez instytucję kredytową, jak i innych państw członkowskich. Narodowego charakteru nadzoru bankowego nie zmieniają uzgodnienia pomiędzy lokalnymi regulatorami rynku lub ministrami finansów lub bankami centralnymi¹⁸. Brak sformalizowanych, a przede wszystkim czytelnych sankcji na wypadek naruszenia takich uzgodnień czyni je rozwiązaniami de facto „ornamentacyjnymi”.

Na poziomie państwa członkowskiego pozostawiono także odpowiedzialność za system gwarantowania depozytów (zasadniczo bazuje się na kryterium terytorialnego lokowania depozytów przez klientów), a także odpowiedzialność cywilnoprawną, fiskalną i karną związaną z nierozważnym zarządzaniem instytucją kredytową o wymiarze wspólnotowym.

Ramy tego opracowania uniemożliwiają uwzględnienie w rozważaniach zasad funkcjonowania systemu gwarantowania depozytów¹⁹ jako bardzo ważnego elementu sieci bezpieczeństwa finansowego UE, podobnie jak reguły wy-

¹⁷ L. Pawłowicz, *Proces Lamfalussy'ego w praktyce*, w: Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, Niebieska Księga z 2003 r., cz. V, *Liberalizacja i integracja rynku usług finansowych w Unii Europejskiej*, Gdańsk 2003, s. 55.

¹⁸ E. Strejber, w: *Czy jesteśmy gotowi poradzić sobie z kryzysem bankowości transgranicznej w Europie? Niestety odpowiedź brzmi nie!*, w: *Problemy integracji rynku finansowego w UE*, pod red. L. Pawłowicza, „Transformacja Gospodarki” 2006, nr 112, IbnGR Gdańsk.

¹⁹ Dyrektywa 94/19/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 30 maja 1994 r. w sprawie systemów gwarancji depozytów, Dz.U. UE L z dnia 31 maja 1994 r.

znaczących Europejskiemu Bankowi Centralnemu funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji.

5. Wymogi kapitałowe jako podstawa budowania sieci bezpieczeństwa finansowego w UE

Jeżeli apriorycznie przyjmie się, że publiczny, zewnętrzny nadzór nad bankami jest fundamentem sieci bezpieczeństwa finansowego w świecie, to wymogi kapitałowe stawiane bankom jawią się jako podstawowy czynnik chroniący system przed niestabilnością.

Regułę ostrożnościowych, wdrażanych przez dyrektywy o adekwatności kapitałowej, nie można rozpatrywać w oderwaniu od Nowej Umowy Kapitałowej²⁰ (NUK, *New Basel Capital Accord*)²¹. Wspomniane dyrektywy wprowadzają do systemu reguł wspólnotowych zapisy zawarte w NUK, a dotyczące: minimalnych wymogów kapitałowych (powiązanych m.in. z ryzykiem kredytowym i rynkowym), dyscypliny rynkowej oraz procesów zarządzania ryzykiem w banku.

Korzyścią, a zarazem potencjalnym zagrożeniem dla stabilności systemu, jest uelastycznienie metod pomiaru ryzyka działalności banku, czyli w ostatecznym rachunku ryzyka jego wypłacalności, co pociąga za sobą indywidualizację ocen poszczególnych instytucji. Istotą wspomnianej „indywidualizacji” jest ocena adekwatności stosowanych metod oceny ryzyka kredytowego i operacyjnego z perspektywy wyliczenia wymogów kapitałowych.

Przed przyjęciem Basel II adekwatność kapitałowa banku była mierzona współczynnikiem wypłacalności, czyli relacją funduszy własnych do aktywów i zobowiązań pozabilansowych ważonych ryzykiem. Takie rozwiązanie pokrywało ryzyko kredytowe, ale nie uwzględniało dostatecznie ryzyka operacyjnego (czyli zgodnie z Dyrektywą 2006/48/WE „ryzyka straty wynikającego z nieodpowiednich lub zawodnych procedur wewnętrznych, błędów ludzi i systemów lub ze zdarzeń zewnętrznych, obejmujących także ryzyko prawne”) i ryzyka rynkowego (czyli ryzyka walutowego, ryzyka stopy procentowej i ryzyka zmiany ceny)²². NUK ma w założeniu zapewniać wyposażenie banku

²⁰ NUK zastępuje Bazylejską Umowę Kapitałową (Basel I) uchwaloną w 1988 r. przez Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego. NUK została uzgodniona w czerwcu 2004 r. przez Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego (*Basel Committee on Banking Supervision*) i zatwierdzona przez prezesów banków centralnych oraz przewodniczących organów nadzoru bankowego państw grupy G-10.

²¹ Basel II, www.bis.org/publ/bcbs128.pdf.

²² S. Bereza, *Zarządzanie ryzykiem bankowym*, Warszawa 1995.

w kapitał adekwatny dla jego profilu ryzyka (profilu prowadzonej działalności), czyli zapewnić, by kapitał regulacyjny banku, którego minimalny poziom wyznacza się na podstawie norm ostrożnościowych, nie był wyższy niż realny kapitał ekonomiczny.

Poza ramy tego opracowania wykraczają pogłębione rozważania na temat struktury NUK, ale warto odnotować koncepcję trzech filarów pomiaru adekwatności kapitałowej. I Filar NUK (odnosząc go do Basel I) zawiera znaczące zmiany w traktowaniu ryzyka kredytowego oraz wprowadza wymogi kapitałowe z tytułu ryzyka operacyjnego, zasadniczo nie modyfikując zasad dotyczących ryzyka rynkowego.

Fundamentalne znaczenie w ramach I Filaru ma możliwość wykorzystania przez banki własnych, wewnętrznych modeli szacowania ryzyka kredytowego. Oprócz metody standardowej (ratingów zewnętrznych²³) dopuszczono metodę ratingów wewnętrznych (IRB), wykorzystującą wewnętrzne charakterystyki ryzyka kredytowego na potrzeby szacowania wymogów kapitałowych²⁴.

Z kolei ryzyko operacyjne może być mierzone w UE modelem prostym (BIA²⁵, TSA²⁶, ASA²⁷) lub z wykorzystaniem zaawansowanego modelu obliczeniowego, wykorzystującego kryteria ilościowe i jakościowe wymienione w załączniku X do Dyrektywy 2006/48/WE, po uprzedniej akceptacji regulatora rynku.

W ramach II Filaru, czyli analizy nadzorczej, banki mają stosować wewnętrzne procesy oceny kapitału ekonomicznego oraz ustalać docelowy kapitał zgodny z profilem ryzyka w konkretnym otoczeniu nadzorczym²⁸. Winny również szczególną uwagę kłaść na konsekwencje fazy cyklu koniunkturalnego, w którym się znajdują i uwzględniać ryzyka nieobjęte I Filarem, w tym ryzyko płynności.

W ramach III Filaru, czyli dyscypliny rynkowej, banki są zobowiązane do rzetelnego ujawniania informacji na temat profilu ryzyka, który je charakteryzuje

²³ W metodzie tej waga ryzyka zależy od ratingu nadanego przez zewnętrzną uznaną agencję ratingową (*External Credit Assessment Institution* lub *Export Credit Agency*).

²⁴ *IRB* ma dwie odmiany: podstawową *Foundation Approach*, która częściowo bazuje na kalibracji parametrów dokonanej przez regulatora rynku, oraz *Advanced Approach*, wolną od parametryzacji dokonanej przez nadzór.

²⁵ *Basic Indicator Approach*, będący iloczynem średniego zysku brutto z ostatnich 3 lat i wskaźnika ustalonego przez regulatora rynku.

²⁶ *Standardised Approach*, bazujący na podziale działalności banku na obszary operacyjne, dla których obliczane są specyficzne wymogi kapitałowe.

²⁷ *Alternative Standardised Approach*, będący wariacją metody standardowej i dopuszczający pewną segmentację działalności (za zgodą regulatora rynku) celem właściwego obliczenia wymogów kapitałowych.

²⁸ Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, *Konsultacje i wdrożenie postanowień Nowej Umowy Kapitałowej w sektorze bankowym w Polsce*, dokument konsultacyjny, styczeń 2005 r., s. 5.

oraz poziomu kapitalizacji. Jawność została uznana za użyteczne narzędzie dla uczestników gry rynkowej do utrzymania należytej dyscypliny finansowej.

Rosnąca transparentność, czyli postępująca jawność informacji o instytucjach kredytowych²⁹ oraz większa ich przejrzystość zwiększają dyscyplinę rynkową instytucji kredytowych, stając się w istocie czynnikiem wzmacniającym sieć bezpieczeństwa finansowego.

Dysfunkcjonalność NUK wiąże się z wielością metod szacowania minimalnego kapitału regulacyjnego i indywidualizacją, zwłaszcza zaawansowanych metod pomiaru ryzyka, co istotnie zwiększa ryzyko modelu. Także założenie, że taniej pozyskane na rynku pracy kompetencje pracowników regulatora rynku wystarczają do należytej weryfikacji dokonań znacznie lepiej opłacanego i liczniejszego personelu banków, wydaje się zbyt idealizujące. Ten sam zarzut sformułować można wobec jawności danych prezentowanych przez banki, które ze względu na swoje skomplikowanie i tak *de facto* pozostają nieczytelne dla przytłaczającej większości odbiorców usług bankowych. Czym innym jest bowiem jawność materialna, czyli dostępność zrozumiałych informacji, a czym innym jawność formalna, będąca procesem prezentacji niezrozumiałych danych.

W świecie idealnym zasady obliczania minimalnego kapitału regulacyjnego dla banku, przyjęte w NUK, powinny wystarczać do utrzymania płynności i zachowania wypłacalności banku. Globalny kryzys finansowy z lat 2007-2009 dowiódł, że niedoszacowanie ryzyka modelu i procykliczność NUK istotnie osłabia cały system.

Ryzyko modelu należy rozumieć także dosłownie. Banki i agencje ratingowe, tak samo jak i regulatorzy rynku, posługują się stosunkowo prostymi modelami prognozowania zachowań rynkowych. Modele te często zakładają „umiarkowaną losowość” fluktuacji rynku, odrzucając tzw. „dziką losowość” w rozumieniu Benoîta Mandelbrota, który uznaje, że ryzyko jest skoncentrowane w kilku rzadkich i trudnych do prognozowania, chociaż ekstremalnych ze względu na skutki, zdarzeniach rynkowych³⁰.

Rozwiązania szczegółowe z zakresu wypłacalności transponowane z NUK do Dyrektywy 2006/48/WE są podstawą żądania od instytucji kredytowych utrzymania funduszy własnych na poziomie, który zawsze pokrywa lub przewyższa sumę łączną wymogów kapitałowych w odniesieniu do całej działalności, w tym między innymi w związku z ryzykiem kredytowym i ryzykiem „rozmycia”³¹, na poziomie 8% sumy kwot ekspozycji ważonych ryzykiem. Uszczegóło-

²⁹ Między innymi Komitet Bazylejski, by pomóc uczestnikom rynku w ocenie adekwatności kapitałowej zaleca: bank powinien, co najmniej w okresach rocznych, ujawniać poziom współczynnika kapitałowego opartego na ryzyku, obliczonego zgodnie z metodologią zalecaną przez Komitet.

³⁰ G. Sorman, *Oswajanie globalnego rynku*, „Dziennik” z 22-23 sierpnia 2008 r., s. 15.

³¹ „Ryzyko rozmycia” oznacza – w rozumieniu art. 4 pkt 24 Dyrektywy 2006/48 – ryzyko zmniejszenia kwoty należnej poprzez kredyty gotówkowe lub niegotówkowe udzielane dłużnikowi.

wienie minimalnego poziomu funduszy własnych instytucji kredytowej zawarto w art. 75 Dyrektywy 2006/48/WE i art. 18 Dyrektywy 2006/49/WE.

Dyrektywy o adekwatności kapitałowej zapewniają względnie spójne stosowanie na terytorium UE wobec wszystkich banków, zmienionych ramowych zasad konwergencji metod pomiaru kapitału oraz standardów kapitałowych w zamyśle Basel II dedykowanych bankom aktywnym międzynarodowo³².

6. System nadzoru finansowego według Grupy de Larosiére'a

W Unii Europejskiej nie został osiągnięty konsensus w sprawie docelowego modelu środków regulacyjnych (a zwłaszcza sanacyjnych) stosowanych wobec holdingów finansowych z udziałem instytucji kredytowych. Szybko zmieniający się rynek usług finansowych oraz kryzysy bankowe intensyfikują prace zmierzające do wypracowania takiego modelu. Ostatnia dekada przyniosła dynamiczny wzrost znaczenia instytucji kredytowych operujących nie tylko w państwie uzyskania licencji. Na koniec roku 2008 Europejski Bank Centralny raportował o 43 instytucjach kredytowych prowadzących działalność statutową w co najmniej trzech państwach członkowskich UE. W tej grupie dziewięć grup kapitałowych było zaliczanych do kategorii „dużych banków paneuropejskich”³³.

Terytorialne rozszerzanie działalności przez instytucje kredytowe i czerpanie rzeczywistych bądź spodziewanych korzyści z tytułu synergii prowadzonego biznesu wynika m.in. z:

- ilościowo i jakościowo rosnącego rynku usług bankowości, zwłaszcza usług bankowych świadczonych z wykorzystaniem sieci teleinformatycznych,
- rozwoju narzędzi informatycznych ułatwiających centralizację funkcji *back-office*'u, w tym działalności pionów rachunkowości i kontrolnych (uwzględniając działy *compliance*),
- rosnącego popytu na usługi świadczone transgranicznie ze strony rosnącej liczby klientów prowadzących transgraniczną działalność,
- racjonalizacji zarządzania ryzykiem poprzez jego centralizację.

Wszystko to prowadzi do przekształcania się zdeintegrowanego rynku usług bankowych, na którym na koniec 2008 r. wciąż działało około 8300 podmiotów,

³² Komitet Bazylejski ds. Nadzoru Bankowego, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework* („Zmienione ramowe zasady dla międzynarodowej konwergencji metod pomiaru kapitału oraz standardów kapitałowych”), Bank Rozliczeń Międzynarodowych (*Bank for International Settlements*, BIS), czerwiec 2004 r.

³³ Tak w referacie L. Pawłowicza: „Kto zapłaci za kryzys bankowy na europejskim rynku finansowym? Propozycje rozwiązań”, niepubl.

w rynek ponadpaństwowych grup kapitałowych z udziałem instytucji kredytowych i generuje dodatkowe ryzyka systemowe. Ów proces integracji rynku usług bankowych obnaża archaiczność i niedostatki rozwiązań nadzorczych przyjętych w UE w dobie możliwych kryzysów bankowych. Podstawowe niedostosowanie przyjętych rozwiązań do zmieniającego się rynku polega na utrzymaniu na poziomie państwa członkowskiego UE odpowiedzialności za nadzór bankowy, przy ogólnospółnotowych skutkach niewypłacalności instytucji kredytowych, operujących w różnych częściach wspólnego rynku (instytucje kredytowe o wymiarze wspólnotowym).

Istotnym etapem poszukiwania dobrego modelu nadzoru finansowego, zwłaszcza nadzoru bankowego, okazał się Raport Grupy de Larosiére'a³⁴. Zgłoszono w nim propozycję stworzenia, pod auspicjami i przy logistycznym wsparciu ze strony Europejskiego Banku Centralnego (EBC), nowego organu, czyli Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS), która powinna gromadzić i analizować wszelkie informacje istotne dla stabilności finansowej, a odnoszące się do warunków makroekonomicznych i sytuacji makroostrożnościowej we wszystkich sektorach pośrednictwa finansowego.

Kolejna propozycja zawarta w raporcie zmierza do stworzenia Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego (ESNF), który powinien mieć postać zdecentralizowanej sieci. W jej ramach nadzór bieżący byłby sprawowany przez krajowe organy nadzoru, a w miejsce Komitetu Europejskich Organów Nadzoru Bankowego (CEBS), Komitetu Europejskich Organów Nadzoru ds. Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (CEIOPS) i Komitetu Europejskich Organów Nadzoru nad Rynkiem Papierów Wartościowych (CESR) zostałyby stworzone trzy nowe europejskie organy nadzoru, których rolą byłaby koordynacja stosowania standardów nadzorczych i gwarantowanie intensywnej współpracy pomiędzy organami krajowymi.

W drugim etapie, zaplanowanym na lata 2011-2012, należałoby – w opinii Grupy de Larosiére'a – wyposażyć nowe europejskie organy nadzoru w swój własny, autonomiczny budżet współmierny do ich obowiązków. Z kolei prawo do wiążącej mediacji między krajowymi organami nadzoru oraz prawo do przyjmowania wiążących podmioty nadzorowane standardów, zostały pomyślane jako kluczowe kompetencje nowych organów szczebla wspólnotowego. Z drugiej strony, krajowe organy nadzoru powinny być nadal w pełni odpowiedzialne za bieżący nadzór nad przedsiębiorcami.

Funkcja wczesnego ostrzegania przez Europejską Radę ds. Ryzyka Systemowego jest wykonalna, przy zapewnieniu temu organowi odpowiednio kompetentnego personelu i dostępu do baz danych (należytej jakości). Natomiast Eu-

³⁴ Report of The High-Level Group on Financial Supervision in The UE, Bruksela 25 lutego 2009 r.

ropejski System Nadzoru Finansowego składający się z 3 organów na poziomie wspólnotowym i 27 organów na poziomie krajowym³⁵, nie będzie w stanie podejmować skutecznych działań w czasie kryzysu, w dynamicznie zmieniającej się sytuacji rynkowej i to jeszcze po uprzednim zapewnieniu elementarnej spójności działań z EBC. Funkcjonowanie sieci organów realizujących wspólny cel zwykle prowadzi do rozmycia odpowiedzialności za decyzje³⁶, nie wspominając o czasie wymaganym na jej wypracowanie i dużym ryzyku braku zgodności co do wspólnej platformy kosztowej, czyli dystrybuowania kosztów poczynań nadzorczych, zwłaszcza sanacyjnych.

Jedność w wielości, która charakteryzuje UE, może okazać się determinantą porażki systemu zaproponowanego przez Grupę de Larosiére'a, gdyż model ten milcząco zakłada przełamanie lub co najmniej zasadnicze ograniczenie partykularyzmów narodowych. Jest to możliwe, ale zwykle wymaga czasu i rozlicznych wielostronnych konsultacji, natomiast decyzje nadzorcze, w szczególności związane z sanacją nieautonomiczną, powinny zapadać niezwłocznie, a organ będący nośnikiem kompetencji nadzorczej winien zarazem być głównym dysponentem środków finansowych (narzędzi finansowych), których wykorzystanie warunkuje prakseologiczną skuteczność podejmowanych działań.

Koncepcje Grupy de Larosiére'a zasadniczo stały się propozycjami Komisji Europejskiej, przy czym do lata 2010 r. nie udało się wypracować wspólnej platformy pomiędzy Parlamentem Europejskim i ministrami finansów obradującymi jako Rada Europejska. Kością niezgody jest między innymi ostateczny charakter decyzji regulatora unijnego, bez możliwości jego przełamania przez państwa członkowskie, ale także rezygnacja z aspiracji narodowych, w imię efektywności nadzoru. W tym kontekście Parlament Europejski opowiada się za umieszczeniem wszystkich trzech organów mikroostrożeńściowych we Frankfurcie nad Menem, podobnie jak zajmującej się nadzorem makro Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (European Systemic Risk Council – ESRC).

Aktualnie obserwujemy także próbę kształtowania sieci bezpieczeństwa poprzez oddziaływanie na zasady wynagradzania kadry zarządzającej instytucji finansowych, co nie było akcentowane przez Grupę de Larosiére'a. Jak się wydaje, do najważniejszych propozycji zaliczyć można:

- ograniczenia systemów premiowych mają dotyczyć wyłącznie osób podejmujących decyzje wpływające na poziom ryzyka ponoszonego przez instytucję finansową,
- polityka wynagrodzeń powinna być zgodna z wielkością instytucji, jej

³⁵ I to tylko przy założeniu istnienia nadzoru skonsolidowanego na poziomie państwa członkowskiego.

³⁶ Granica pomiędzy bieżącym nadzorem zlokalizowanym w państwie członkowskim a niebieżącym nadzorem zlokalizowanym na poziomie wspólnotowym z natury swej nie jest ostra.

- wewnętrzną strukturą oraz zakresem i stopniem komplikacji świadczonych usług,
- wynagrodzenie powinno być uzależnione od wyników indywidualnych oraz wyników instytucji,
 - stałe i zmienne składniki wynagrodzenia powinny pozostawać w odpowiedniej proporcji,
 - wypłata przeważającej części bonusowego wynagrodzenia powinna być odpowiednio odłożona w czasie (min. 3 lata) i powiązana z przyszłą kondycją instytucji finansowej,
 - problemy instytucji finansowej w przyszłości miałyby wpływać na wielkość wynagrodzenia bonusowego z przeszłości³⁷.

Sceptycznie należy ocenić efektywność i racjonalność wspólnotowego oddziaływania na zasady wynagradzania kadry zarządzającej prywatnych instytucji, niekorzystających z pomocy finansowanej środkami publicznymi. Takie działania przenosi pośrednio odpowiedzialność na regulatora za dobór „szerokiej” kadry zarządzającej, skoro to regulator decyduje o ramach wynagradzania tejże kadry. Nadto współczesne rozwiązania inżynierii finansowej zapewne zneutralizują ostrze wspomnianych regulacji, a nieskuteczne regulacje czynią więcej szkód systemowych niż ich brak, gdyż deprecjonują znaczenie wszelkich reguł.

Powyższe jest egzemplifikacją tezy o przesadnej wierze w system zakazów jako czynnika determinującego zachowania motywowane ekonomicznie. Jak się wydaje, retrospektywne skalibrowanie systemów zakazowych nie daje pożądanych efektów w dynamicznie zmieniającym się modelu biznesowym współczesnych instytucji finansowych. Lepszym rozwiązaniem jest budowanie systemu zachęt do podejmowania oczekiwanych działań niż zakazów relatywnie łatwych do neutralizacji za pomocą dostępnych instrumentów (konstrukcji) finansowych.

7. Model wspólnotowego nadzoru bankowego według kryterium kosztów działań nadzorczych

Rozważania na temat integracji i optymalizacji nadzoru bankowego (nadzoru nad instytucjami finansowymi) wymagają m.in. wskazania podmiotów, które ponieść mają koszty dokapitalizowania (lub rekapitalizowania) instytucji kredy-

³⁷ Na podstawie uchwały Parlamentu Europejskiego z dnia 7 lipca 2010 r. w sprawie wynagrodzeń dyrektorów w spółkach notowanych oraz polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych, Rekomendacji Komisji z dnia 30 kwietnia 2009 r. w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych oraz projektu dyrektywy nowelizującej dyrektywy 2006/48/EC i 2006/49/EC.

Tabela 3. Aktualnie dyskutowane „sankcyjne” środki budowania bezpieczeństwa finansowego w UE i Stanach Zjednoczonych

Wybrane „sankcyjne” narzędzia oddziaływania na instytucje finansowe w UE	Wybrane „sankcyjne” narzędzia oddziaływania na instytucje finansowe w Stanach Zjednoczonych
<p>Ograniczenia bonusów Począwszy od 1.01.2011r. maksymalnie 30% wynagrodzenia bonusowego zarządzających ma być wypłacane bezzwłocznie. Retencja pozostałej części – od 3 do 5 lat</p>	<p>Reguła Volckera Volcker’s Rule zabrania bankom inwestowania własnych środków w fundusze <i>hedgingowe</i> i <i>private equity</i> oraz ogranicza możliwości aktywnej krótkoterminowej spekulacji, dokonywanej głównie przez automaty oparte na algorytmach wykorzystujących nieefektywność rynków</p>
<p>Podatek od transakcji Niemcy i Francja na forum UE postulują wprowadzenie nowego typu międzynarodowego podatku od transakcji na rynkach finansowych</p>	<p>Ochrona klienta Biura Finansowej Ochrony Konsumenta (ang. <i>Consumer Financial Protection Bureau</i>), którego nadzorem zostaną objęte banki i inne instytucje finansowe. Do kompetencji tej jednostki należy m.in. możliwość ustalania maksymalnych opłat naliczanych przez banki i pośredników przy każdej transakcji dokonanej kartą płatniczą lub kredytową</p>
<p>Podatek od wynagrodzeń CDU/CSU w Niemczech proponują podatek od aktywności finansowej, uzależniony od nadmiernych zysków i wynagrodzeń bankierów</p>	<p>Ograniczenie w refinansowaniu banków Wprowadzenie algorytmu do obliczania maksymalnej wielkości środków publicznych zaangażowanych do sanowania banków (instytucji finansowych)</p>
<p>Zakaz krótkiej sprzedaży We Francji zakazane są transakcje przeprowadzane na akcjach kilkunastu spółek finansowych. Francuski regulator AMF w styczniu 2010 r. przedłużył o rok restrykcje obowiązujące bez przerwy od września 2008 r. W Danii zakaz krótkiej sprzedaży akcji kilkudziesięciu spółek będący w mocy od września 2008 r. też wciąż nie został zniesiony</p>	<p>Ograniczenia w sekurytyzacji Banki zajmujące się sekurytyzacją kredytów hipotecznych zostaną zmuszone do zatrzymania części sprzedawanych na zewnątrz aktywów we własnym bilansie. Banki muszą zachować ekspozycję na nie mniej niż 5% ryzyka kredytowego. Wyłączone spod tej klauzuli zostały bezpieczne kredyty hipoteczne, które mogą uzyskać status „kwalifikowanych kredytów hipotecznych”, np. ze względu na właściwe ubezpieczenie</p>
<p>Podatek od upadłości Niemcy zgłaszają postulat obciążania banków podatkiem od potencjalnej upadłości</p>	<p>FSOC Powołanie Rady Nadzoru nad Stabilnością Finansową (ang. <i>Financial Stability Oversight Council</i>), która ma prospektywnie oceniać sytuację na rynku i przeciwdziałać kryzysom finansowym</p>

Źródło: www.podatki.onet.pl; H. Kozieł, *Czy krótka sprzedaż w Europie wygra z regulacjami*, „Parkiet” 30.06.2010 r.; Ł. Wróbel, *Wielka reforma finansowa w USA – co się zmieni*, www.waluty.onet.pl; E. Szulc, *10 milionów Amerykanów ofiarami reformy bankowej*, www.forbes.pl.

towych o wymiarze wspólnotowym, które znalazły się w kryzysie³⁸. W tym względzie globalny kryzys finansowy, zapoczątkowany amerykańskim kryzysem bankowości hipotecznej, zmienia wyobrażenia o kosztach zażegnania go. Choć już przed 2007 r. wykazano, że kryzysy bankowe pochłaniały średnio około 13% PKB danego kraju (bezpośrednie koszty kryzysu bankowego). Taki wynik uzyskali Patrick Honohan i Daniela Kliengebiet, analizując czterdzieści kryzysów bankowych we współczesnym świecie³⁹. Z kolei całkowite koszty kryzysu bankowego są szacowane przeciętnie na około 15-20% PKB i są w istotnym stopniu pochodną ogólnego rozwoju kraju dotkniętego kryzysem⁴⁰.

Wracając do rozważań nad modelem zintegrowanego nadzoru bankowego⁴¹ determinowanego kosztami działań nadzorczych, po pierwsze można uznać, że stabilność rynku usług bankowych (finansowych) jest wartością wspólną obywateli UE. Ergo, opierając się na zasadzie solidarności, koszty turbulencji na tym rynku obciążają wszystkich, bez względu na terytorialny zakres funkcjonowania poszczególnych paneuropejskich instytucji kredytowych⁴². Zasada solidarności na gruncie UE często jest utożsamiana z zasadą dobra wspólnego i bazuje na przekonaniu, że wartości, na jakich opiera się Unia, mają charakter nadrzędny nad partykularnymi interesami poszczególnych państw⁴³. Zatem państwo członkowskie nie może powoływać się na interes narodowy lub trudności wewnętrzne, w celu usprawiedliwienia niewykonania prawa wspólnotowego lub jednostronnego wycofania się z podjętych zobowiązań.

Przy takim założeniu, dokapitalizowanie (rekapitalizacja) banków – w ramach procedur sanacyjnych aplikowanych przez zintegrowany nadzór bankowy – mogłoby zakładać redystrybucję kosztów na podstawie mechanizmu opisanego w art. 29 Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego

³⁸ Czyli takich, które działają w co najmniej trzech państwach członkowskich.

³⁹ P. Honohan, D. Kliengebiet, *The fiscal cost implication of banking crises*, „Journal of Banking & Finance, Elsevier”, vol. 27(8), sierpień 2003 r.

⁴⁰ Tak przyjmują G. Hoggarth, R. Reis, V. Saporta, *Cost of banking system instability: some empirical evidence*, Bank of England working papers, nr 144, wydanie niedatowane. W tej samej publikacji stawiane są jeszcze dwie istotne tezy: w krajach rozwiniętych zmniejszenie produkcji przemysłowej w czasie kryzysu jest o 10-15% większe niż w krajach rozwijających się, a z kolei na emerging markets o istotnych kosztach kryzysu bankowego można mówić, o ile współwystępuje on z kryzysem walutowym.

⁴¹ Abstrahując od zgłaszanych postulatów przeprowadzania dystynkcji pomiędzy nadzorem zintegrowanym i skonsolidowanym, w tym artykule pojęcia te używane są zamiennie.

⁴² Nazwy złożone „paneuropejskie instytucje kredytowe” i „instytucje kredytowe o wymiarze wspólnotowym” stosowane są zamiennie i na potrzeby tej pracy uznaje się, że mają takie same zakresy desygnatów, o ile wyraźnie nie zastrzeżono, że jest inaczej.

⁴³ W art. 10 Traktatu o Unii Europejskiej zapisano, że państwa członkowskie są zobowiązane do podejmowania wszelkich właściwych środków o charakterze ogólnym lub specjalnym w celu realizacji zobowiązań traktatowych.

Banku Centralnego (Statut EBC)⁴⁴. Przywołany przepis opisuje klucz subskrypcji kapitału EBC w ten sposób, że każdemu krajowemu bankowi centralnemu UE przyznany jest udział, który jest równy sumie 50% udziału danego państwa członkowskiego w ludności Wspólnoty w przedostatnim roku poprzedzającym ustanowienie ESBC oraz 50% udziału danego państwa członkowskiego w produkcie wewnętrznym brutto Wspólnoty w cenach rynkowych, stwierdzonego w trakcie pięciu lat poprzedzających przedostatni rok przed ustanowieniem ESBC. Na potrzeby obliczania klucza subskrypcji kapitału EBC udziały określone w procentach są zaokrąglone w górę do 0,05%. Poszerzenie UE o kolejne państwo aktywuje aktualizację wyżej wymienionego klucza, która w zwykłym trybie dokonywana jest co pięć lat. Zgodnie z kluczem subskrypcji kapitału EBC, według stanu na 1 stycznia 2007 r., udział przypisany największemu dostawcy kapitału, czyli Republice Federalnej Niemiec, wyniósł 20,5%, najmniej udziały przypadł Malcie – 0,1%, udział Polski zaś stanowi 4,9%.

Gdyby partycypację w kosztach środków sanacyjnych, stosowanych na poziomie wspólnotowym, obliczać jako średnią arytmetyczną z udziałów poszczególnych państw członkowskich w łącznym PKB Unii Europejskiej oraz łącznej liczbie obywateli UE, to Polska ponosiłaby około 5% ogólnych kosztów wszystkich kryzysów bankowych we Wspólnocie; nawet wówczas, gdyby paneuropejska instytucja kredytowa nie prowadziła żadnej działalności operacyjnej w naszym kraju.

Oczywistą zaletą omawianego rozwiązania⁴⁵ jest wzrost skuteczności (adekwatności) stosowanych procedur sanacyjnych, a to z uwagi na zrównanie „poziomów” działania regulatora rynku i podległych mu instytucji (paneuropejski nadzór bankowy aplikowany w stosunku do paneuropejskich instytucji kredytowych). Taka formuła wydaje się też ważnym czynnikiem integrującym wspólny rynek europejski w segmencie usług finansowych.

Słabe strony przedstawionego modelu dotyczą głównie następujących obszarów:

Po pierwsze, paneuropejski nadzór pewnie okazałby się tak samo nieadekwatny względem globalnie operujących banków jak nadzór krajowy względem paneuropejskich banków. Partycypowanie przez kraje UE (ewentualnie Europejskiego Obszaru Gospodarczego) w kosztach stosowanych procedur sanacyjnych wobec paneuropejskich instytucji kredytowych, według „klucza subskrypcji kapitału EBC”, prowadzi do nieakceptowalnych rozwiązań w przypadku prowadzenia przez instytucję kredytową o wymiarze wspólnotowym rozbudowanej działalności statutowej także poza UE (poza EOG). Należy spodziewać się braku przyzwolenia

⁴⁴ Przyjętego w formie protokołu dodatkowego do Traktatu o Unii Europejskiej.

⁴⁵ Koncepcję europejskiego funduszu pokrywania kosztów kryzysów bankowych przedstawili: C.A.E. Goodhart, D.Schoemaker, *Burden sharing in a banking crisis in Europe*, LSE Financial Markets Group, Special Paper Series, Londyn 2006.

wyborców (postrzeganych jako suweren) na finansowanie procesów uzdrawiania banku w związku z problemami występującymi poza wspólnym rynkiem.

Po drugie, przywiązanie do zasady solidarności może okazać się zbyt słabe z perspektywy państwa członkowskiego, które musiałoby partycypować w kosztach procedur sanacyjnych wdrożonych z uwagi na problemy banku, który w ogóle lub w marginalnym zakresie prowadzi działalność w tym kraju. Sprawa wydaje się szczególnie wrażliwa, jeśli dotyczy dużych państw, o istotnej kontrybucji do kapitału EBC. Przykładowo skoro udział Francji w kapitale EBC wynosi 14,4%, udział Włoch – 12,5%, a Hiszpanii – 7,6%, to teoretycznie udział państw z południa UE w ratowaniu, działającej w przytłaczającej części w Skandynawii, paneuropejskiej instytucji kredytowej wyniósłby 34,5% ogólnej sumy kosztów procedur sanacyjnych.

Trudności w akceptowaniu finansowych następstw pełnego wdrażania zasady solidarności przy kształtowaniu zasad funkcjonowania paneuropejskiego nadzoru bankowego wydają się jeszcze większe, gdyby uczestnictwo w zintegrowanym nadzorze bankowym było opcjonalne dla państw członkowskich. Syndrom *free rider* zapewne rozsądziłyby taki model. Trudno o przekonujące usprawiedliwienie dla obciążania podatników z państwa członkowskiego X kosztami procedur sanacyjnych, które dotyczą instytucji kredytowej o wymiarze wspólnotowym z państwa członkowskiego Y, które skorzystało z opcji nieuczestniczenia w systemie zintegrowanym (*opt out*), a dodatkowo, gdy ta instytucja kredytowa nie świadczy nawet transgranicznie usług w państwie X.

Po trzecie, pozostawienie dualizmu w realizowaniu funkcji regulatora rynku na poziomie państwa członkowskiego oraz na poziomie Wspólnoty, w zakresie stosowania sanacyjnych środków nadzoru bankowego, co *per se* jest częściowo usprawiedliwione, zmusza do dokonywania analizy w optyce potencjalnego zagrożenia hazardem moralnym. Niewydolność, nieprofesjonalizm czy fasadowość w korzystaniu z kompetencji regulatora rynku na poziomie państwa członkowskiego nie znajduje, w analizowanym modelu, bezpośredniego odzwierciedlenia w wysokości udziału w kosztach procedur sanacyjnych.

Niezależnie od przedstawionych niebezpieczeństw przyjęcia zasady solidarnego ponoszenia kosztów kryzysów bankowych przez państwa członkowskie (obywateli UE), przy jednoczesnym ukształtowaniu paneuropejskich kompetencji w zakresie procedur sanacyjnych, otwarte pozostaje pytanie o podmiot, który byłby ich nośnikiem (ww. kompetencji). Inny problem dotyczy optymalnego momentu pozyskiwania środków na sfinansowanie akcji zintegrowanego (w wymiarze terytorialnym) regulatora wspólnotowego w sektorze bankowym. Systematyczne uiszczanie wpłat na tzw. europejski fundusz sanacyjny, z uwagi na cykliczny charakter kryzysów bankowych, w czasie dobrej koniunktury mogłoby być uznane za nierozsądne alokowanie zasobów (kontrybucje *ex ante*).

Z drugiej strony, ryzyko niewypłacalności instytucji kredytowych w czasie dekonunktury jest istotnie wyższe. Ergo, obciążanie państw członkowskich kosztami kontrybucji na rzecz wspólnotowego funduszu w okresie recesji mogłoby pogłębiać i wydłużać tę fazę cyklu koniunkturalnego (kontrybucje *ex post*).

Pytanie o instytucję właściwą do uruchamiania środków z funduszu sanacyjnego opartego na zasadzie solidarności jest automatycznie pytaniem o liczbę takich funduszy i zakres podmiotowy zobligowanych do czynienia na niego wpłat. Otóż, teoretycznie można dopuścić wariant braku zinstytucjonalizowania funduszu sanacyjnego i dokonywanie *ex post* przez państwa członkowskie swoich danin pieniężnych już po wystąpieniu kryzysu bankowego. Wady takiego doraźnego działania zostały już częściowo przedstawione. *Ad deliberandum* pozostaje wpływ czasu na efektywność podejmowanych działań, o ile fundusz musiałby zostać zgromadzony już po wystąpieniu pierwszych symptomów kryzysu. W mniejszym lub większym stopniu konieczne byłoby przejście procedury uzgodnień między państwami członkowskimi (innymi podmiotami zobligowanymi do wpłat) i to mimo z góry przyjętych zasad wnoszenia środków do funduszu. To z kolei mogłoby znacznie podrożyć cały system. Aplikowanie pewnych środków sanacyjnych we wstępnej fazie kryzysu przynieść może istotniejsze rezultaty niż uruchomienie znacząco większych środków, gdy stabilność systemu bankowego została już naruszona.

Zinstytucjonalizowanie funduszu sanacyjnego pozwoliłoby nowo utworzonej wspólnotowej agencji gromadzić konieczne aktywa systematycznie, nieco na wzór narodowych „systemów gwarantowania depozytów”⁴⁶. Łącznie z możliwością zawieszania wpłat do funduszu ze względu na osiągnięcie określonego poziomu jego aktywów. Warunkiem skuteczności takiego rozwiązania jest rezygnacja z zasady dobrowolności i wprowadzenie obowiązkowego uczestnictwa w systemie gwarantowania stabilności rynku instytucji kredytowych o wymiarze europejskim. W sposób naturalny do kręgu zobowiązanych do uczestniczenia w systemie zaliczyć należy paneuropejskie instytucje kredytowe (fundusz bazujący na środkach gromadzonych przez same instytucje kredytowe, przy uzależnieniu wysokości wpłat od wielkości danej instytucji).

Niezależnie od tego, celowe mogłoby być utworzenie funduszu sanacyjnego opartego na daninach publicznych państw członkowskich. Ten drugi zostawałby uruchomiony, gdyby skala problemów przewyższała pierwszy fundusz. Administratorem funduszy mogłaby być ta sama agencja wspólnotowa. Byłby to kolejny przykład partnerstwa publiczno-prywatnego o wymiarze wspólnotowym.

⁴⁶ Ramy takich funduszy wyznacza Dyrektywa 94/19/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 30 maja 1994 r. w sprawie systemu gwarantowania depozytów (Dz.U.UE.L.94.135.5, ze zm.), która została uchwalona ze względu na niesatysfakcjonujące skutki wprowadzenia zalecenia Komisji 87/63/EWG z dnia 22 grudnia 1986 r. dotyczącej wprowadzenia na obszarze Wspólnoty systemu gwarancji depozytów.

Niespełnianie lub nienależyte spełnianie zobowiązań przez instytucję kredytową, będącą członkiem systemu gwarancji stabilności rynku bankowego, winno skutkować wymierzeniem przez prawodawcę narodowego lub wspólnotowego sankcji.

8. Wspólnotowy fundusz sanacyjny oparty na zasadzie realnego alokowania aktywów przez zagrożoną niewypłacalnością instytucję kredytową

Inna, nasycona pierwiastkiem partykularyzmu, koncepcja pokrywania kosztów kryzysów bankowych wyznacza krąg zobowiązanych do ich ponoszenia poprzez miejsce wystąpienia konkretnego kryzysu⁴⁷. W tym modelu jedynie państwa członkowskie, w których działają zagrożone paneuropejskie banki (ewentualnie instytucje kredytowe z tych państw), partycypują w kosztach działań sanacyjnych. Do obliczenia wielkości kontrybucji danego państwa członkowskiego (danej instytucji) wykorzystać można metody pomiaru stopnia umiędzynarodowienia jakiegoś przedsiębiorstwa autorstwa Daniel Sullivan⁴⁸, które zostały zaprezentowane w 1994 r. *Sullivan's Index* powstał w wyniku empirycznych badań dziewięciu determinant obserwowanych w siedemdziesięciu czterech przedsiębiorstwach amerykańskich. Kluczowa jednak rola przypisana została:

- udziałowi zagranicznych aktywów w całości aktywów przedsiębiorstwa,
- udziałowi przychodów z zagranicy w całości przychodów przedsiębiorstwa,
- udziałowi etatów (pracowników) za granicą w ogólnej liczbie etatów (pracowników) przedsiębiorstwa.

Sullivan's Index w ujęciu uproszczonym jest średnią arytmetyczną z zaprezentowanych udziałów.

Zasadnicza krytyka opisanego sposobu pomiaru umiędzynarodowienia firmy została przeprowadzona, z pozycji kwestionowania ważności i adekwatności przyjętych kryteriów i niedostatecznej użyteczności rezultatów, przez K. Ramaswamy, G. Kroeck i W. Renforth⁴⁹. Niezależnie od tego, *Sullivan's Index* pozwala powiązać paneuropejskie instytucje kredytowe z rynkami poszczególnych państw członkowskich.

⁴⁷ C.A.E. Goodhart, D. Schoemaker, op.cit.

⁴⁸ D. Sullivan, *Measuring the Degree of Internationalization of a Firm*, „Journal of International Business Studies”, czerwiec 1994 r., vol. 25, nr 2, s. 325 i n.

⁴⁹ K. Ramaswamy, G. Kroeck, W. Renforth, *Measuring the Degree of Internationalization of a firm: A Comment*, „Journal of International Business Studies”, marzec 1996 r., vol. 27, nr 2, s. 167 i n.

Opierając się na zasadzie ponoszenia kosztów kryzysu bankowego przez państwa członkowskie, w których operują instytucje kredytowe o wymiarze wspólnotowym, będące jego źródłem, warto pamiętać o łatwości w manipulowaniu komponentami *Sullivan's Index*. Technologie sekurytyzacji wierzytelności relatywnie prosto pozwalają manipulować ich wartością, a przez to wpływać na rozkład aktywów danej instytucji kredytowej w poszczególnych krajach. Także korzystanie z rozmaitych form zabezpieczania wierzytelności (lub ich pomijanie) może deformować rozkład aktywów danej instytucji pomiędzy państwami członkowskimi. Wreszcie przyjęcie, że w kosztach procedur sanacyjnych w największym stopniu partycypuje państwo, w którym ulokowano największe aktywa danej instytucji, nie prowadzi do satysfakcjonującego rezultatu, gdy gros aktywów znajduje się poza wspólnym rynkiem (w państwach trzecich).

Wydaje się, że dla niektórych państw członkowskich omawiany model jest z gruntu trudny do przyjęcia. By nie być gołosłownym, w Zjednoczone Królestwo Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej ulokowano około 24% aktywów instytucji kredytowych, a udział tego państwa w PKB Unii stanowi jedynie około 16,5%. *Ergo*, Zjednoczone Królestwo obciążone byłoby kosztami ewentualnych kryzysów bankowych w sposób nieproporcjonalny do wielkości jego gospodarki⁵⁰.

Główną wadą prezentowanego w zarysie wariantu partycypowania w kosztach procedur sanacyjnych (w tym zwłaszcza dokapitalizowania lub rekapitalizowania instytucji kredytowych) jest przełamanie zasady solidarności wspólnotowej i przyzwolenie na dokonywanie kolejnych aproksymacji skali działalności instytucji zagrożonej niewypłacalnością w różnych państwach członkowskich, po to, by dokonać relokacji wyżej wymienionych kosztów sanacji. Wobec braku *opinio communis* co się tyczy metody przypisania określonych wag rozmaitym aktywnościom biznesowym danej instytucji, w różnych państwach, otwieramy drogę do niekończących sporów, celem minimalizacji zakresu kosztów ponoszonych przez dane państwo członkowskie.

Nadto omawiane rozwiązanie musiałoby powiązać zakres kompetencji poszczególnych narodowych regulatorów rynku względem zagrożonej niewypłacalnością instytucji kredytowej z zakresem odpowiedzialności fiskalnej za ewentualny kryzys bankowy z jej udziałem. Cóż z tego, że gros aktywów danej instytucji kredytowej znajdowało się w państwie członkowskim X, jeżeli było to państwo goszczące, którego władze miały ograniczony wpływ na nadzorowanie tejże instytucji, a to ze względu na poszanowanie dominującej roli regulatora z państwa macierzystego (w ramach jednolitego paszportu europejskiego).

Rekapituluując, system gwarantowania stabilności sektora bankowego (finansowania kosztów procedur sanacyjnych) oparty na składkach samych paneuropejskich instytucji oraz państw, w których one działają, przy zachowaniu proporcjo-

⁵⁰ Dane przywołane w pracy C.A.E. Goodhart, D. Schoemaker, op.cit.

nalności pomiędzy skalą działalności w danym państwie i wielkością kontrybucji takiego państwa w ogólnych kosztach procedur sanacyjnych, nie wymaga aktywnego zarządzania na poziomie wspólnotowym. W sposób naturalny rola wiodąca przypada państwu macierzystemu dla danej instytucji kredytowej (państwu udzielającemu jednolitego paszportu europejskiego) oraz funkcjonującym tam regulatorom rynku. O ile na poziomie wspólnotowym dochodzi do uzgodnienia algorytmu uczestniczenia w kosztach procesów sanacyjnych, to brak usprawiedliwienia do tworzenia agencji wspólnotowej, która nie integrowałaby interesów wszystkich państw członkowskich, tylko wybranych (tych, które w danym przypadku są zainteresowane kryzysem ze względu na miejsce działania instytucji kredytowej). Funkcjonowanie takiej agencji naruszałoby fundamentalną zasadę subsydiarności instytucji wspólnotowych względem instytucji krajowych. Termin „subsidiarność” wywodzi się z łacińskiego słowa *subsodium*, oznaczającego pomoc, wsparcie, siły rezerwowe. Dość zgodnie prezentuje się zasadę subsydiarności (pomocniczości) jako regułę, w myśl której władza wyższego szczebla winna mieć funkcję pomocniczą, wykonując tylko te zadania, które nie mogą być wykonane na bardziej lokalnym poziomie⁵¹.

Od zawsze we Wspólnotach (Wspólnocie Europejskiej) uznawano zasadę subsydiarności za ustrojową, ale dopiero mocą Traktatu z Maastricht z 7 lutego 1992 r. stała się ona prawem pisanim w UE. Artykuł 3b Traktatu o utworzeniu Wspólnoty Europejskiej, według tekstu ustalonego w Maastricht, odnosi się do zasady subsydiarności w sposób następujący: *Wspólnota działa w ramach uprawnień przyznanych jej niniejszym Traktatem i celów w nim wyznaczonych. W zakresie, który nie podlega jej wyłącznej kompetencji, Wspólnota podejmuje działania, zgodnie z zasadą subsydiarności, tylko wówczas i tylko w takim zakresie, w jakim cele proponowanych działań nie mogą być zrealizowane w sposób wystarczający przez państwa członkowskie, natomiast z uwagi na skalę lub skutki proponowanych działań mogą one zostać lepiej zrealizowane przez Wspólnotę. Żadne działanie Wspólnoty nie wykroczy poza to, co jest konieczne do osiągnięcia celów określonych w niniejszym Traktacie*⁵². W niecały rok po zawarciu Traktatu z Maastricht, Rada Europejska zgromadzona w Edynburgu przyjęła w grudniu 1992 r. „Ogólne Stanowisko w sprawie realizacji zasady subsydiarności i zastosowania Artykułu 3b Traktatu o WE”. Zasada subsydiarności dotyczy także wprost funkcji regulacyjnych sprawowanych na rynku usług finansowych przez instytucje Wspólnoty.

⁵¹ The New Oxford Dictionary 1988r., s. 1851.

⁵² Odniesienia do zasady subsydiarności są też obecne w preambule Traktatu o Unii Europejskiej: „Sygnatariusze [...] gotowi kontynuować proces tworzenia coraz ściślejszego związku pomiędzy narodami Europy, w którym decyzje podejmowane są na szczeblu jak najbliższym obywatelowi, zgodnie z zasadą subsydiarności [...] postanowili ustanowić Unię Europejską”.

9. Uwagi końcowe

Kolejne kryzysy bankowe są jednostkowymi doświadczeniami, które zmieniają osąd o skuteczności metod stabilizowania systemu bankowego i skłaniają bądź do doskonalenia tych metod, bądź poszukiwania nowych. Problem polega głównie na tym, że każdy kolejny kryzys ma nietożsamą naturę, a bywa, że i różne przyczyny. Utrudnia to antycypowanie rozwiązań zapobiegających kryzysom, choć doświadczenia pozwalają ograniczać ich zakres bądź intensywność. Brak ciągłości czy liniowego rozwoju systemu bankowego skłania do stosowania metod niestandardowych o charakterze hermeneutycznym czy nawet swoistej spirali hermeneutycznej⁵³. Nadzór paneuropejski musi być zdolny do szybkiego, cichego i skutecznego działania, m.in. dzięki wyposażeniu w fundusze i instrumenty finansowe pozwalające likwidować zagrożenia destabilizacji systemu finansowego.

Wielopłaszczyznowy kolóz interesów we Wspólnocie znakomicie utrudnia stworzenie spójnych i czytelnych (determinowanych zasadą solidarności) zasad finansowania działań nadzorczych, zwłaszcza w zakresie środków sanacji nieautonomicznej, na których zapotrzebowanie wzrasta w okresie kryzysów. Póki co nie istnieje w UE agencja realizująca funkcję nadzoru sanacyjnego i ciekawsza od opisywania szczegółowych praw i obowiązków takiego hipotetycznego podmiotu wydaje się analiza metody ich ustalenia. Skoro wspólny rynek ma charakter samoistny i nie jest sumą jednolitych rynków państw członkowskich, to działanie regulatora rynku musi oderwać się od rynku krajowego i przenieść na poziom rynku wspólnotowego. Respektując zasadę subsydiarności, mamy więc do czynienia z użytecznością działania na poziomie UE w interesie wszystkich.

Jest mało prawdopodobne, aby doszło do szybkiej i o rewolucyjnym charakterze zmiany w modelu nadzoru nad paneuropejskimi instytucjami kredytowymi. Zmiany w formach nadzoru sanacyjnego dotyczącego tych instytucji powinny dokonywać się stopniowo i w pewnym oderwaniu od przytłaczającej większości instytucji kredytowych utworzonych w UE, które nie przekroczyły granic rynków narodowych. Uwzględniając powyższe przesłanki oraz kierując

⁵³ Sens spirali H. Gadamer tłumaczy poprzez „kolisty” ruch myśli, antycypujący w ujęciu części sens całości, a w strukturalnej jedności całości antycypujący sens poszczególnych części. „W taki właśnie sposób – zawsze od całości do części i z powrotem do całości – przebiega ruch naszego rozumienia. Jego zadanie polega na rozszerzaniu na kolejne koncentryczne kręgi jedności rozumianego sensu. Zestrojenie wszystkich szczegółów na całość jest w każdym przypadku probierzem trafności rozumienia. Brak takiego zestroju równa się niepowodzeniu próby zrozumienia”. Por. H. Gadamer, *Koło jako struktura rozumienia*, w: *Wokół rozumienia. Studia i szkice z hermeneutyki*, Teksty filozoficzne 1993 r., s. 227.

się racjonalnością metodologiczną, pożądany kierunek rozwoju nadzoru wspólnotowego to ewolucyjne dochodzenie do kolektywnego nadzorca dla strefy euro, działającego tak efektywnie, jakby to była pojedyncza instytucja⁵⁴.

W tym miejscu warto jeszcze raz zacytować często przywoływaną zasadę *Too-Big-To-Fail*, gdyż racjonalnie kształtowany nadzór wspólnotowy winien dążyć do jej odrzucenia. Fundamentalnie zdrowa sieć bezpieczeństwa finansowego winna bazować na założeniu, że jeżeli jakiś bank (holding bankowy) jest zbyt duży, by upaść, to znaczy, że skala generowanego przez niego ryzyka systemowego winna motywować działania zmierzające do jego dezintegracji. *Too-Big-To-Fail* automatycznie winno oznaczać, że podmiot staje się *Too-Big-To-Exist*. Niemożność zastosowania eliminacyjnych środków nadzoru (w szczególności ogłoszenia upadłości banku), ze względu na reperkusje systemowe, których źródłem jest skala działalności operacyjnej nadzorowanego podmiotu, jest w istocie ubezwłasnowolnieniem regulatora rynku. Jeżeli jakiś bank (holding bankowy) uzyskiwałby immunitet w zakresie faktycznego stosowania środków nadzoru, ze względu na skalę swojej działalności, to musiałoby to prowadzić bezpośrednio do korozji systemu czy, szerzej, sieci bezpieczeństwa finansowego. Relatywizacji zaprzeczającej fundamentalnej zasadzie równości wobec prawa. Podmioty nadzorowane, także z uwagi na kryterium wielkości ich działalności, powinny spełniać kryterium „bycia zdolnym do zaabsorbowania” przewidzianych w systemie środków nadzoru. Jeżeli jakiś podmiot traci tę zdolność, stając się „zbyt dużym”, celem nadzoru winno być przywrócenie faktycznej zdolności do stosowania środków systemowych, nawet gdyby oznaczało to dezintegrację nadzorowanego podmiotu.

Jednym z głównych celów wspólnotowego nadzoru bankowego powinno być stanowcze zarządzanie konfliktami interesów pomiędzy konkurującymi instytucjami kredytowymi, które jednak wspólnie zainteresowane są stabilnością systemu bankowego, celami EBC i systemu banków centralnych oraz partykularnymi interesami państw narodowych. Dlatego uzasadniona jest ocena, że skuteczny nadzór bankowy może bazować jedynie na zasadzie solidarności, aby uniknąć rozsadzenia przez egoizmy grupowe.

Jedną z podstawowych przyczyn nasilania się wielu zjawisk kryzysowych w gospodarkach zarówno Zachodu, jak i Wschodu jest przyspieszona erozja ukształtowanych przez historię instytucji społecznych, zapobiegających rozszerzaniu się zjawiska hazardu moralnego⁵⁵ lub powiększania luki między kapitałem społecznym a kapitałem ekonomicznym⁵⁶.

⁵⁴ J. Szambelańczyk, *Czy możemy uniknąć umiędzynarodowienia nadzoru nad rynkami finansowymi w UE?* www.rf.edu.pl

⁵⁵ K. Tarchalski, *Hazard moralny jako problem w gospodarce*, Kraków 1999.

⁵⁶ J. Szambelańczyk, op. cit.

Błędem byłoby przenoszenie całkowitej odpowiedzialności za koszty procesów sanacyjnych z poziomu paneuropejskich instytucji kredytowych, via wspólnotowa agencja nadzoru bankowego, na obywateli UE. Liberalizująca się gospodarka i przeciwstawianie się różnym formom protekcjonizmu w sektorze usług finansowych winno być wzmocnione wysiłkiem łączenia kompetencji zarządczych (właścicielskich) z odpowiedzialnością za skutki kryzysów.

Z tego powodu, w pierwszej kolejności koszty sanacji powinna ponieść uzdrawiana instytucja kredytowa, a dalej fundusz solidarnościowy utworzony ze składek wszystkich paneuropejskich instytucji kredytowych (zarządzany przez agencję Wspólnotową)⁵⁷. Dopiero w trzeciej kolejności należałoby wykorzystać fundusz stabilizacji sektora bankowego, na który wpłat powinny dokonywać wszystkie instytucje kredytowe (lub także instytucje finansowe, takie jak domy maklerskie czy spółki typu *asset management*). Ostatecznym gwarantem efektywności wspólnotowego nadzoru bankowego winien być fundusz solidarności tworzony przez państwa członkowskie.

O ile fundusz sanacyjny paneuropejskich instytucji kredytowych, jak i fundusz solidarności wszystkich instytucji kredytowych operujących w UE (czy szerzej w Europejskim Obszarze Gospodarczym) mogłyby powstawać *ex ante*, o tyle fundusz solidarności tworzony przez państwa członkowskie mógłby być gromadzony *ex post*. Rozwiązanie to pozwala z jednej strony ograniczyć ryzyko hazardu moralnego, a z drugiej ogranicza dysfunkcjonalne konkurowanie egoistycznych interesów, poprzez solidarne finansowanie systemu sanacji instytucji kredytowych o wymiarze wspólnotowym. Kluczowe jest także przypisanie agencji wspólnotowej uprawnień w zakresie uruchamiania środków sanacyjnych, co znakomicie przyspieszy proces decyzyjny i uwolni go od uwikłanych w bieżące procesy polityczne uzgodnień na poziomie Rady Europy (na poziomie państw członkowskich).

Koncentrowanie się na strukturze organów nadzoru europejskiego, a takiej pokusie uległa – jak się wydaje – Grupa de Larosiére’a, a nie na źródłach finansowania działań nadzorczych, przyczynia się do budowania siatki nowych użytecznych generalnie platform porozumiewania się, które obarczone są jednak genetyczną niezdolnością do szybkiego i efektywnego działania.

W obecnym stanie rzeczy to państwo członkowskie (rząd), wyposażone w fundusze publiczne, jest faktycznym gwarantem stabilności sektora finansowego. Zatem sieć bezpieczeństwa finansowego jest w ostatecznym rachunku gwarantowana przez państwa członkowskie UE. Ten stan rzeczy nie zmieni się,

⁵⁷ O federalnym funduszu gwarancyjnym pisze także E. Strejber, *Czy jesteśmy gotowi poradzić sobie z kryzysem bankowości transgranicznej w Europie? Niestety odpowiedź brzmi nie!*, w: *Problemy integracji rynku finansowego w UE*, pod red. L. Pawłowicza, Transformacja Gospodarki nr 112, IBnGR Gdańsk 2006.

dopóki organy wspólnotowe nie zostaną wyposażone w niezależne i wystarczające środki finansowe. Naturalnie zgodnie z zasadą subsydiarności taki nadzór sprawowany winien być nad bankami o wymiarze wspólnotowym. Podmioty o zasięgu lokalnym nie powinny być w kręgu jego bezpośredniego zainteresowania.

Literatura

- Basel Committee on Banking Supervision, *Strengthening the resilience of the banking sector*, 17 grudnia 2009r
- Bereza S., *Zarządzanie ryzykiem bankowym*, Warszawa 1995.
- Freitag-Mika E., Kołodziejak Z., Putkiewicz, *Bezpieczeństwo ekonomiczne we współczesnym świecie*, Radom 1996.
- Gadamer H., *Koło jako struktura rozumienia*, w: *Wokół rozumienia. Studia i szkice z hermeneutyki*, Wydawnictwo Naukowe Papierskiej Akademii Teologicznej, Kraków 1993.
- Gardener E.P.M., Molyneux P., *Powrót do doktryny TBTF: postępowanie wobec banków strategicznych zagrożonych upadłością*, „Bezpieczny Bank” 1998, nr 1.
- Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, *Konsultacje i wdrożenie postanowień Nowej Umowy Kapitałowej w sektorze bankowym w Polsce*, dokument konsultacyjny, styczeń 2005 r.
- Goodhart C.A.E., Schoemaker D., *Burden sharing in a banking crisis in Europe*, LSE Financial Markets Group, Special Paper Series, Londyn 2006.
- Hoggarth G., Reis R., Saporta V., *Cost of banking system instability: some empirical evidence*, Bank of England Working Papers, nr 144.
- Honohan P., Kliengebiet D., *The fiscal cost implication of banking crises*, „Journal of Banking & Finance, Elsevier”, vol.27(8), sierpień 2003 r.
- Jurkowska A., *Światowe dobro publiczne*, „Gazeta Bankowa” z 14.02.2005 r., s.32.
- Jurkowska-Zeidler A., *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa UE*, Warszawa 2008.
- Komitet Bazylejski ds. Nadzoru Bankowego, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework*, Bank for International Settlements, BIS, czerwiec 2004 r.
- Kwaśniak W., *Obecne i przyszłe zmiany roli polskiego banku centralnego w zakresie nadzoru bankowego*, w: *Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do UE*, Zeszyty BRE Bank – CASE nr 76 z 2005 r.
- McKinsey Global Institute, *Mapping global capital markets*, Fifth Annual Report, październik 2008 r.
- Pawłowicz L., *Proces Lamfalussy’ego w praktyce*, W: *Polskie Forum Strategii Lizbońskiej*, Niebieska Księga z 2003 r., cz. V, Liberalizacja i integracja rynku usług finansowych w Unii Europejskiej, Gdańsk 2003.

- Ramaswamy K., Kroeck G., Renforth W., *Measuring the Degree of Internationalization of a Firm: A Comment*, „Journal of International Business Studies”, marzec 1996 r., vol. 27, nr 2.
- Report of The High-Level Group on Financial Supervision in The UE, Bruksela 25 lutego 2009 r.
- Roth M., „*Too-Big-To-Fail*” and the Stability of the Banking System: Some Insights From Foreign Countries, „Business Economics” 1994, nr 4.
- Sorman G., *Oswajanie globalnego rynku*, „Dziennik” z 22-23 sierpnia 2008 r., s.15.
- Strejber E., *Czy jesteśmy gotowi poradzić sobie z kryzysem bankowości transgranicznej w Europie? Niestety odpowiedź brzmi nie!*, w: *Problemy integracji rynku finansowego w UE*, pod red. L. Pawłowicza, Transformacja Gospodarki nr 112, IBnGR, Gdańsk 2006.
- Sullivan D., *Measuring the Degree of Internationalization of a Firm*, „Journal of International Business Studies”, czerwiec 1994 r., vol. 25, nr 2.
- Szambelańczyk J., *Kapitał społeczny a globalny kryzys finansowy początku XXI wieku*, w: *Globalizacja. Szanse, zagrożenia, perspektywy*, pod red. P. Deszczyńskiego, Zeszyty Naukowe WSB w Poznaniu, 23/2009 r.
- Szczepańska O., *Funkcja stabilności finansowej w Eurosystemie*, „Bank i Kredyt” nr 6 z 2004 r.
- Yue E., *Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability – the Hong Kong experience*, BIS Papers, Nr 1 z marca 2001 r.

Netografia

- www.finanse.egospodarka.pl, Czy polskie banki spełniają wymogi Basel III.
- www.financial-services-action-plan.com
- www.bis.org/publ/bcbs128.pdf, Basel II
- www.podatki.onet.pl; H.Kozieł, *Czy krótką sprzedaż w Europie wygra z regulacjami*, Parkiet 30.06.2010r.
- www.waluty.onet.pl, Ł. Wróbel, *Wielka reforma finansowa w USA – co się zmieni*.
- www.forbes.pl, E. Szulc, *10 milionów Amerykanów ofiarami reformy bankowej*.

Akty normatywne

- Dziennik Ustaw Unii Europejskiej (Dz.U.UE.L.) z 2006r., Nr 177, poz. 1.
- Dyrektywa 94/19/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 30 maja 1994 r. w sprawie systemów gwarancji depozytów, Dz.U.UE L z dnia 31 maja 1994 r.



Bogna Janik

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

Ochrona konsumenta usług finansowych w Unii Europejskiej

***Streszczenie.** Zasady ochrony zaprezentowane w opracowaniu odnoszą się przede wszystkim do rynku finansowego, niebędącego w fazie kryzysu, a mechanizmy te mają przeciwdziałać zachowaniom panicznym, które w konsekwencji mogą jedynie pogłębiać destabilizację rynku finansowego. Została także poczyniona próba zaprezentowania mechanizmów ochrony w przypadku destabilizacji na podstawie zarówno źródeł literaturowych, jak i doświadczeń kryzysu finansowego, który nasilił się w 2008 r.*

*Ochrona konsumenta usług finansowych polega na tym, aby z jednej strony wyrównać jego szanse w otoczeniu biznesowym, z drugiej zaś przyczynić się do zwiększania zaufania do instytucji pośrednictwa finansowego, a w konsekwencji do całego rynku finansowego. Tak przedstawiony problem generuje pytania dotyczące poziomu i zakresu ochrony konsumenta usług finansowych zarówno w celu jego ochrony, jak i zabezpieczenia rynku finansowego przed wstrząsami wynikającymi z zachowań behawioralnych konsumentów, lecz równocześnie rodzi dylematy dotyczące granicy takiej ochrony, aby przeciwdziałać chociażby hazardowi moralnemu. W pracy opisane zostały mechanizmy ochrony konsumenta zarówno *ex ante*, jak i *ex post* w odniesieniu do różnych instytucji pośrednictwa finansowego – tych aktywnych kreujących pieniądze i instrumenty finansowe, jak i tych pasywnych pełniących funkcje transferu ryzyka.*

1. Wstęp

We współczesnym świecie korzystanie z usług finansowych, oferowanych przez instytucje pośrednictwa finansowego, jest niezbędnym elementem życia

społecznego i przyczynia się do zwiększenia poczucia bezpieczeństwa obywateli. Instytucje pośrednictwa finansowego narażone są w wyniku prowadzenia swojej działalności statutowej na ryzyko rynkowe. Ryzyko takie może przenieść się w sposób bezpośredni lub pośredni na konsumenta tych usług. Ochrona konsumenta usług finansowych, reprezentowanego przez gospodarstwa domowe, polega na tym, aby z jednej strony wyrównać jego szanse w otoczeniu biznesowym, z drugiej zaś przyczynić się do zwiększania zaufania do instytucji pośrednictwa finansowego, a w konsekwencji do całego rynku finansowego. Celem opracowania jest przeprowadzenie analizy porównawczej systemów ochrony konsumenta (deponenta, inwestora, ubezpieczonego) w krajach UE-15 i w Polsce oraz próba odpowiedzi na pytania dotyczące obecnego poziomu i zakresu ochrony konsumenta usług finansowych tak, aby zapewnić adekwatność ochrony samego konsumenta, jak i zabezpieczyć rynek finansowy przed wstrząsami wynikającymi z zachowań behawioralnych konsumentów. Praca poświęcona jest dylematom ochrony w relacjach konsument–instytucja pośrednictwa finansowego. Opisywana ochrona konsumenta usług finansowych prezentuje zasady postępowania w przypadku stabilnego rynku finansowego, ale również opisuje mechanizmy ochrony w przypadku braku stabilności, wywołanej np. kryzysem finansowym.

2. Konsument usług finansowych

W definicjach ekonomicznych stosuje się wiele terminów konsumenta, także z dużo większą swobodą niż w innych dyscyplinach naukowych stosuje się zamiennie pojęcie konsumenta¹ z takimi terminami, jak: klient, nabywca czy użytkownik. Najczęściej jednak jako konsumenta traktuje się indywidualny podmiot konsumpcji, którego działalność w sferze spożycia jest nastawiona na zaspokajanie potrzeb konsumpcyjnych. Potrzeby te mogą być zgłaszane przez niego samego, jak również przez inne jednostki². Termin konsument może odnosić się do indywidualnych podmiotów, jak również do instytucji. W tym drugim przypadku mówimy o tzw. konsumencie zbiorowym³.

Konsument dokonuje wyboru dóbr i usług, kierując się swoimi preferencjami, dochodami, a także upodobaniami, przyzwyczajeniami czy tradycjami. Cały splot

¹ Termin konsument wywodzi się z łac. *consumens*, co oznacza nabywcę towarów na własny użytek, użytkownika dóbr.

² S. Smyczek, I. Sowa, *Konsument na rynku, zachowania, modele, aplikacje*, Warszawa 2005, s. 25.

³ Konsumentem zbiorowym może być: szkoła, szpital czy poczta, sąd i inne, za: S. Smyczek, I. Sowa, *Konsument na rynku...*, s. 27.

rynkowych uwarunkowań (w tym cena i inne warunki sprzedaży) wpływa na ostateczną decyzję o dokonaniu zakupu dobra czy usługi. Proces zaspokajania indywidualnych potrzeb i satysfakcja stąd płynąca spoczywa u źródeł nowych potrzeb. Jest to siła sprawcza człowieka jako konsumenta⁴.

Konsument na rynku finansowym działa w sferze usług. Usługi odgrywają szczególnie ważną rolę w krajach wysoko rozwiniętych. J. Dietl definiuje usługę jako czynności, korzyści i usatysfakcjonowania, które są sprzedawane odrębnie lub dostarczane w powiązaniu ze sprzedażą dóbr⁵. Z kolei według Ph. Kotlera usługa jest dowolnym działaniem, jakie jedna strona może zaoferować innej, jest ono nienamacalne i nie prowadzi do jakiegokolwiek zmiany własności⁶. Według W. J. Stanton, usługa to odrębnie występująca działalność (niemająca charakteru materialnego) dostarczająca określonych korzyści, które nie są koniecznie związane ze sprzedażą produktów lub innych usług⁷. Definicja przytoczona przez W. J. Stantoną najpełniej oddaje charakter usługi, gdyż podkreśla jej niematerialny charakter i możliwość uzyskania zamierzonych korzyści.

Usługi na rynku finansowym stanowią specyficzny produkt marketingowy ze względu na ich immanentne cechy. Mają one charakter niematerialny. Oznacza to, że nie można ich spróbować, dotknąć lub zobaczyć przed dokonaniem zakupu. Tworzenie i ustalanie ceny, promocja oraz ich dostarczanie stanowi duże wyzwanie, ponieważ często jakość usługi jest niezgodna z posiadanym wzorcem. Na jakość usług finansowych wpływ mają predyspozycje osób, które je tworzą. Dlatego też niespójność wynikająca z oczekiwań jest w przypadku usług większa niż w przypadku dóbr materialnych czy usług z dużym udziałem elementów materiałowych. Wynika z tego także trudność ich standaryzowania, co oznacza, że nie poddają się kontroli jakościowej oraz różnią się w zależności od czasu ich wykonywania.

Usługi finansowe mają swoją specyfikę. Po pierwsze są niepodzielne. Oznacza to, iż konsument, w większości przypadków, nie może rozdzielić usługi od usługodawcy. Usługi finansowe charakteryzują się także nieskładowalnością. Koszty utrzymania zapasów są bardziej subiektywne niż w przypadku dóbr materialnych i wynikają z wolnych mocy produkcyjnych. Koszty takie pojawiają się, gdy instytucja finansowa jest otwarta i gotowa do wykonania usługi, ale nie ma na tę usługę popytu. Inną cechą usług finansowych jest to, że wartość usługi i dostarczane korzyści są zależne częściowo od wiedzy i udziału konsumentów, częściowo od usługodawcy. Ze względu na jednoczesność produkcji i konsumpcji

⁴ *Leksykon sfery spożycia. Terminologia i metodyka badań*, Poznań 1988, s. 121.

⁵ J. Dietl, *Marketing*, Warszawa 1989, s. 98.

⁶ Ph. Kotler, *Marketing. Analiza, planowanie, wdrażanie i kontrola*, Warszawa 1977, s. 426.

⁷ W. Stanton, *Fundamentals of Marketing*, New York 1981, s. 11, w: S. Smyczek, *Zachowania konsumentów na rynku usług bankowych*, Katowice 2001, s. 104.

usług finansowych nabywca musi uczestniczyć w wytwarzaniu usługi. Udział ten może mieć wpływ na jego ocenę; oznacza to, że usługi najpierw są sprzedawane, a następnie wytwarzane i konsumowane, podczas gdy dobra są produkowane, sprzedawane i konsumowane.

3. Podmioty rynku usług finansowych

Usługi finansowe są oferowane na rynku finansowym. Rynek finansowy jest miejscem, gdzie spotykają się zarówno sprzedający, jak i kupujący, co powoduje dynamiczną interakcję pomiędzy stronami. Do podmiotów kształtujących w świadomy sposób taką interakcję należą państwo i samorządy terytorialne (podmioty polityki gospodarczej i społecznej). Podmioty te mogą kreować otoczenie ekonomiczne poprzez tworzenie warunków prawnych i ekonomicznych, w jakich przedsiębiorstwa będą prowadzić działalność gospodarczą, a konsumenci spożywać efekty takiej działalności. Konsument kupuje usługi finansowe w „dobrej wierze”, trudno jest mu ocenić, czy pogorszenie jakości usługi spowodowane jest czynnikami wewnętrznymi (związanymi z podmiotem, który je wytwarza) czy sytuacją rynkową. Z kolei jakość usługi finansowej może być istotnie obniżona przez zaniedbanie, niekompetencję, złe zarządzanie czy nieuczciwość usługodawcy⁸. Stąd też konsumenci zakładają, że państwo w ramach swoich funkcji zapewni bezpieczeństwo usług finansowych. Chociaż poziom ingerencji państwa jest dyskutowany od lat, to nie istnieje w obecnych czasach możliwość rezygnacji z interwencjonizmu. Państwo okazuje się potrzebne w łagodzeniu wahań cykli koniunkturalnych, utrzymywaniu stabilnego wzrostu gospodarczego, tworzeniu systemu ubezpieczeń społecznych, wytwarzaniu dóbr publicznych, wprowadzaniu regulacji nadających ramy działalności gospodarczej, a w wielu przypadkach ich ograniczaniu poprzez wprowadzanie koncesji. Państwo tworzy mechanizmy poprawiające skuteczność gospodarowania, efektywność działań gospodarczych i ich przejrzystość. Państwo jest równocześnie odpowiedzialne za prowadzenie polityki mającej chronić interesy konsumenta⁹.

Podziału instytucji pośrednictwa finansowego dokonano między innymi na podstawie norm unijnych zawartych w dyrektywach. W procesie kształtowania się takich instytucji na poziomie Unii Europejskiej można wyróżnić dwie podstawowe grupy podmiotów, a mianowicie instytucje kredytowe, zdefiniowane

⁸ D. Llewellyn, *The economic rationale for financial regulation*, FSA Occasional Paper Series 1, Financial Services Authority, London 1999.

⁹ S. Smyczek, I. Sowa, *Konsument na rynku...*, s. 205-206.

zgodnie z dyrektywą bankową (Banking Directive)¹⁰ i firmy inwestycyjne, zdefiniowane zgodnie z dyrektywą [MIFiD/ISD2] (Dyrektywa w Sprawie Rynków Instrumentów Finansowych – *Directive on Markets in Financial Instruments*). Główne źródło funduszy tych podmiotów stanowią środki zdeponowane przez gospodarstwa domowe.

Do instytucji kredytowych, zgodnie z dyrektywą, zalicza się głównie banki. Specyfika działania tych przedsiębiorstw polega na tym, że działają one opierając na wysokiej dźwigni finansowej, jak i to, że przeważają w bilansie tych instytucji krótkoterminowe depozyty, które pokrywają długoterminowe kredyty. Wiąże się to ze specyficznymi rodzajami ryzyka, na które narażone są te instytucje, takimi jak: ryzyko płynności, ryzyko kredytowe, ryzyko walutowe, ryzyko stopy procentowej. Instytucje kredytowe są podmiotami systemu bankowego. System bankowy narażony jest na specyficzne ryzyko utraty płynności. Konsekwencją utraty płynności jest nie tylko ogólny paraliż przedsiębiorstw bankowych, ale również pojawienie się stanu niewypłacalności w tych przedsiębiorstwach, ponieważ banki działają wykorzystując wysoką dźwignię finansową. Oznacza to, że swoją działalność finansują głównie kapitałem obcym (depozytami).

Do firm inwestycyjnych zaliczane są: domy maklerskie, instytucje zbiorowego inwestowania (fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, firmy typu *venture capital private equity*, instytucje ubezpieczeniowe), niebankowe instytucje finansowe. Są one określane jako instytucje nieprzyjmujące depozytów (*Nondepository Financial Institutions – NFI*). Z tego też powodu podmioty te generują innego typu ryzyko, które z punktu widzenia działania systemu finansowego nie powoduje aż tak dużego zagrożenia, jak ma to miejsce w przypadku instytucji kredytowych. Również z tego względu system nadzoru i instrumenty kontrolne nie są tak rozbudowane jak w przypadku samego sektora bankowego. Ze względu na formę inwestowania, firmy inwestycyjne można podzielić na:

- umowne instytucje finansowe (*contractual financial institutions*), do których zalicza się fundusze ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne,
- dobrowolne instytucje finansowe (*free financial institutions*), do których zalicza się fundusze inwestycyjne, domy maklerskie, firmy typu *venture capital private equity*, spółki finansowe.

Dla potrzeb dalszych rozważań ochrona konsumenta będzie analizowana w podziale na trzy sektory rynku finansowego, a mianowicie: bankowy, kapitałowy i ubezpieczeniowy.

¹⁰ Dyrektywa 2000/12/EC z dnia 20 marca 2000 r., w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe, zmieniająca dotychczasowe dyrektywy, pierwszą dyrektywę Rady 77/780/EWG i drugą dyrektywę Rady 89/646/EWG.

Tabela 1. Cechy instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych

Cechy	Instytucje kredytowe	Firmy inwestycyjne	
		sektor rynku kapitałowego	sektor ubezpieczeniowy
Wzajemne powiązania	silne	słabe	słabe
Ryzyko systemowe	silne	słabe	słabe
Forma korzystania z usług	dobrowolna	dobrowolna	dobrowolna/ przymusowa
Alokacja środków konsumentów	brak separacji środków	separacja środków	brak separacji środków
Forma ubezpieczenia aktywów klienta	obowiązkowa	obowiązkowa	częściowo obowiązkowa

Źródło: Opracowanie własne.

Pomimo tak różnych cech postrzega się je jako równoważne dla gospodarki i traktuje komplementarnie¹¹.

4. Mechanizmy ochrony konsumenta usług finansowych

Mechanizmy ochrony konsumenta usług finansowych można podzielić na *ex ante* i *ex post*. Nie wszystkie z mechanizmów *ex ante* i *ex post* można stosować do tych samych instytucji finansowych. Wynika to z ich specyficznych ról, jakie pełnią na rynku (patrz tab. 1). Segregacja aktywów i osoba depozytariusza jest charakterystyczna tylko i wyłącznie dla firm inwestycyjnych (w dużej części dla podmiotów rynku kapitałowego).

Inny z podziałów może dotyczyć aktywności w sferze ochrony. Można wyróżnić mechanizmy systemowe i dorażne. Mechanizmy systemowe powinny dla swojej skuteczności mieć wypracowane procedury, natomiast w przypadku mechanizmów dorażnych, to często aktywność osób zarządzających może się przyczynić do zwiększania poziomu ochrony, poprzez chociażby zastosowanie perswazji czy opanowanie lokalnego kryzysu związanego z behawioralnym zachowaniem konsumentów. Tabela 2 prezentuje podział mechanizmów ochrony.

¹¹ B. Bossone, *Do Banks Have a Future? A Study on Banking and Finance as We Move into the Third Millennium*, „Journal of Banking and Finance” 2001, Vol. 25, s. 39-76.

Tabela 2. Podział mechanizmów ochrony konsumenta

Ochrona	Regulacyjna	Instytucjonalna
Ex ante	<ul style="list-style-type: none"> – Reguły prowadzenia działalności gospodarczej – Nadzór – Kapitał regulacyjny – Segregacja aktywów klienta 	<ul style="list-style-type: none"> – Reputacja – Kapitał ekonomiczny – Depozytariusz
Ex post	<ul style="list-style-type: none"> – Kapitał regulacyjny – Systemy ochrony 	<ul style="list-style-type: none"> – Reputacja – Kapitał ekonomiczny – Prywatne ubezpieczenia

Źródło: Opracowanie własne.

Reguły prowadzenia działalności gospodarczej mają na celu upewnić klienta, że instytucje pośrednictwa finansowego działają w sposób efektywny, uczciwie, w najlepszym interesie konsumenta. Reguły takie odnoszą się do tego, aby nie było konfliktu interesów oraz określają zasady zarządzania przedsiębiorstwem i personelem. Ważne jest, aby zapewnić przejrzystość wszystkich informacji. Ostateczna decyzja związana z wyborem usługi finansowej należy do konsumenta, ale w momencie podejmowania decyzji powinien być poinformowany o ryzyku wynikającym z podjętych decyzji. W tym momencie szczególną uwagę należy zwrócić na Dyrektywę MIFiD/ISD2, w której duży nacisk położono na jawność rynku kapitałowego oraz ochronę inwestorów. Zadania te realizuje się w dyrektywie przede wszystkim poprzez wprowadzenie reżimu dla usług inwestycyjnych, w szczególności polegającego na¹²:

- wykonywaniu zleceń klienta na warunkach dla niego najkorzystniejszych,
- informowaniu klienta o zagrożeniach wynikających z prowadzonych inwestycji oraz wskazaniu na ewentualne ryzyko,
- informowaniu klienta o miejscu wykonania inwestycji (wskazanie, na którym rynku kapitałowym transakcja jest zawierana) i kosztach, jakie ponosi z tego tytułu klient.

Z reżimu dla usług inwestycyjnych wynika, że główną cechą Dyrektywy MIFiD/ISD2 jest promocja uczciwych, przejrzystych, efektywnych i zintegrowanych rynków finansowych. Wiąże się to z kolejnym mechanizmem ochrony, jakim jest reputacja. Stosowanie zasad wymienionych w dyrektywie niewątpliwie przyczynia się do umacniania reputacji. Jest ona instytucjonalną formą ochrony konsumenta i powinna występować jako mechanizm *ex ante* i *ex post*. Instytucje

¹² B. Taylor, *Wpływ drugiej dyrektywy w sprawie usług inwestycyjnych na strukturę rynków europejskich*; w: *Innowacje na światowych rynkach finansowych*, materiały z konferencji, Warszawa 2003, s. 61-65.

pośrednictwa finansowego powinny upewniać swoich klientów, że dostarczają wysokiej jakości usługi finansowe w najlepszej wierze i dla dobra swoich klientów. Reguły prowadzenia działalności gospodarczej powinny być komplementarne z systemem monitoringu i nadzoru.

Kapitał jako mechanizm ochrony konsumenta powinien być odpowiednio podzielony pomiędzy kapitał ekonomiczny, który jest rezultatem decyzji przedsiębiorstwa, i kapitał regulacyjny, który jest narzucony przez regulatora. Kapitał ekonomiczny i regulacyjny nie zabezpieczy konsumenta przed ryzykiem operacyjnym, a jedynie zmniejszy prawdopodobieństwo występowania ryzyka rynkowego, na które jest narażone przedsiębiorstwo w procesie prowadzenia działalności gospodarczej.

Systemy gwarancyjne występują na europejskim rynku finansowym tylko jako mechanizm *ex post* i w przypadku tylko dwóch z trzech analizowanych sektorów są elementem powszechnym i obowiązkowym dla wszystkich jego podmiotów, a wynika to z dyrektyw unijnych. Działalność systemów gwarantowania depozytów (sektor bankowy) reguluje dyrektywa (*Deposit Guarantee Scheme – DGS*)¹³, a ochronę inwestorów (sektor rynku kapitałowego) reguluje dyrektywa (*Investor Compensation Directive – ICD*)¹⁴. W odniesieniu do sektora ubezpieczeniowego na chwilę obecną brak jest dyrektywy chroniącej w sposób powszechny i obowiązkowy konsumenta tych usług. Na poziomie Unii Europejskiej trwają prace nad wprowadzeniem dyrektywy *Insurance Guarantee Scheme*. Obecnie 13 krajów Unii Europejskiej ma fundusz antyupadłościowy dla funduszy ubezpieczeniowych, ale nie dotyczy to wszystkich polis ubezpieczeniowych. Z krajów UE-15 jedynie Wielka Brytania ma system zabezpieczający konsumenta w pełnym zakresie; polisy na życie i inne. Dania i Irlandia posiadają takie systemy (w pełnym zakresie), ale tylko dla polis innych (nie na życie). Francja i Niemcy posiadają pełen zakres ochrony tylko dla polis na życie. Tabela 3 prezentuje poziom ochrony dla trzech systemów i strukturę nadzoru w krajach UE-15 i w Polsce.

Fundusze gwarancyjne w ubezpieczeniach muszą mieć bardziej rozbudowaną i skomplikowaną strukturę niż dwa pozostałe. Wynika to z wielu czynników. Między innymi z tego, że w odniesieniu do wielu grup ubezpieczeń istnieje prawny obowiązek zawarcia umowy ubezpieczenia. Narodowe systemy prawne przewidują różną liczbę ubezpieczeń obowiązkowych, co wynika ze specyfiki przyjętych rozwiązań prawnych, zwyczajów i tradycji. Dodatkowo produkty ubezpieczeniowe reprezentują znacznie większe bogactwo rodzajowe niż produkty bankowe,

¹³ Dyrektywa 94/19 z dnia 30 maja 1994 r. w sprawie gwarancji środków na rachunkach bankowych (Dz. Urz. WE L 135 z 31 05.1994) oraz dyrektywa 2009/14/WE z dnia 11 marca 2009 r. w sprawie systemów gwarancji depozytów w odniesieniu do poziomu gwarancji oraz terminu wypłaty.

¹⁴ Dyrektywa 97/9 z dnia 3 marca 1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów (Dz. U. WE L 84 z 26.03.1997).

a także kapitałowe, choć te ostatnie już są bardziej rozbudowane niż produkty bankowe. Produkty ubezpieczeniowe chronić mogą majątek, zdrowie, życie czy różne aspekty działalności gospodarczej ubezpieczonych¹⁵.

5. Ochrona konsumenta w warunkach braku stabilizacji na rynku finansowym

Stabilność finansową można zdefiniować jako brak zagrożenia kryzysem w systemie finansowym. Brak stabilności finansowej wiąże się z występowaniem wielu negatywnych zjawisk w systemie finansowym, jak: zakłócenia w przebiegu płatności, spadek wartości waluty krajowej czy bankructwo wielu podmiotów aż do kryzysu finansowego włącznie. Uważa się, że kryzys finansowy jest najpoważniejszą i najdotkliwszą dla gospodarki konsekwencją niestabilności systemu finansowego¹⁶. Oczywiście nie w każdym przypadku niestabilny system finansowy musi doprowadzić do kryzysu finansowego, natomiast brak stabilności finansowej zwiększa ryzyko pojawienia się takiego kryzysu, gdyż pogłębia jego negatywne skutki oraz zwiększa koszty uzyskania stabilności finansowej.

W Unii Europejskiej kompetencje w zakresie dbałości o zachowanie stabilności finansowej pozostają na poziomie państw członkowskich, wszystkie instytucje *safety net* ograniczają swoje działania tylko do rynków krajowych. Na szczeblu europejskim współpraca na rzecz wspierania stabilności finansowej i zarządzania kryzysem opiera się na niewiążących prawnie dokumentach typu *Memorandum of Understanding* (MoUs)¹⁷. Wspólne zasady zarządzania transgranicznymi kryzysami finansowymi ustalone w ramach *Memorandum of Understanding* (MoUs) z 2008 r. zawierają odniesienia do banków, ale także do innych instytucji pośrednictwa finansowego. Szczególna koncentracja uwagi nastąpiła na bankach, ze względu na rolę, jaką pełnią dla gospodarki. Wspólne wytyczne dotyczące zarządzania kryzysowego zawarte w *Memorandum of Understanding* (MoUs) odnoszą się do procesów, które należy uruchomić dla potrzeb: wzmocnienia na wypadek kryzysu w normalnych warunkach, ostrzeżenia o kryzysie, oceny kryzysu, sieci zarządzania kryzysowego, zarządzania kryzysowego czy komunikacji zewnętrznej¹⁸.

¹⁵ M. Monkiewicz, *Ubezpieczeniowe fundusze gwarancyjne na rynkach światowych*, Warszawa 2007, s. 43-59.

¹⁶ O. Szczepańska, *Podstawowe przesłanki, założenia i struktura sieci bezpieczeństwa finansowego w świetle teorii i doświadczeń międzynarodowych*, „Bezpieczny Bank” 2005, nr 1.

¹⁷ A. Jurkowska-Zedler, *Wspólne zasady zarządzania transgranicznymi kryzysami finansowymi w Unii Europejskiej*, w: *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*, pod red. M. Kalinowskiego, Warszawa 2009, s. 32.

¹⁸ *Ibidem*, s. 38.

Należy jednak podkreślić, że doświadczenia ostatniego kryzysu (*subprime*) przyczyniły się do powołania specjalnej instytucji, tj. Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ESRB). Została ona powołana na potrzeby monitorowania i oceny zagrożeń dla stabilności systemu finansowego. Jej głównym zadaniem jest wydawanie ostrzeżeń o potencjalnym ryzyku systemowym oraz zalecenie działań mających na celu przeciwdziałanie tym zagrożeniom.

Brak jest na poziomie Unii Europejskiej specjalnych wytycznych dotyczących ochrony konsumenta usług finansowych w sytuacji kryzysowej. Z analizy polityki unijnej w zakresie ochrony konsumenta wynika, że wyjątkowa dbałość w zakresie usług finansowych powinna być realizowana w każdych warunkach, niezależnie od sytuacji na rynkach finansowych. Natomiast w sytuacjach kryzysowych, mechanizmy ochronne znajdujące się w tzw. „pakiecie ochronnym” powinny być wzmacniane działaniami doraźnymi.

6. Zakończenie

Ochrona konsumenta usług finansowych, poprzez stosowanie opisanych mechanizmów *ex ante* i *ex post*, sprzyja zachowaniu równowagi na rynku finansowym i jest konieczna dla jego prawidłowego rozwoju. Mechanizmy te zapobiegają powstawaniu paniki i dają poczucie bezpieczeństwa uczestnikom obrotu. Na poziomie Unii Europejskiej mechanizmy takie są sukcesywnie wprowadzane, a doświadczenia ostatnich lat niewątpliwie przyspieszają prace nad ich wdrażaniem (choćby prace nad dyrektywą *Insurance Guarantee Scheme* czy wspomniane w tekście *Memorandum of Understanding*). Szczególne znaczenie ma rozwój ochrony regulacyjnej, gdyż na poziomie instytucjonalnym podmioty rynku finansowego dbają o wdrażanie i ulepszanie takiej ochrony w celu chociażby zwiększenia przewagi konkurencyjnej. Wprowadzenie powszechnej ochrony wiąże się także ze wzrostem kosztów systemowych, które w konsekwencji obciążają konsumenta usług finansowych, dlatego też mając na uwadze aspekt kosztowy należy uwzględnić kompromis między poziomem i zakresem ochrony a kosztami wprowadzenia powszechnej regulacji. Podstawą takiego rozumowania może być chociażby to, że nie wszystkie sektory rynku finansowego wymagają takiej samej regulacji, a związane jest to z wagą poszczególnych sektorów dla bezpieczeństwa obrotu finansowego.

Tabela 3. Charakterystyka cech systemów: rekompensat, gwarantowania depozytów, ubezpieczonych oraz rodzaj nadzoru w krajach UE-15 i w Polsce

KRAJE	CECHY SYSTEMÓW							NADZÓR
	system rekompensat dla inwestorów		system gwarantowania depozytów		system ochrony ubezpieczonych			
	wysokość rekompensaty	wartość instrumentów finansowych w euro	wysokość gwarancji	powiązanie systemu rekompensat z systemem gwarantowania depozytów	rodzaj systemu	ochrona w zakresie innych polis		
AUSTRIA	20 000		50 000 (3)	TAK (4)			W pełni zintegrowany	
BELGIA	20 000	20 000	100 000	TAK		TAK	W pełni zintegrowany	
DANIA	40 000	20 000	100 000	TAK		TAK (2)	W pełni zintegrowany	
FINLANDIA	90% środków, lecz nie więcej niż 20 000		50 000			TAK	Segmentacja nadzoru	
FRANCJA	70 000	70 000	70 000	TAK		TAK (1)	Segmentacja nadzoru	
GRECJA	30 000		nielimitowana				Segmentacja nadzoru	
HISZPANIA	20 000		100 000 (3)	TAK (4)		TAK	Segmentacja nadzoru	
HOLANDIA	20 000		100 000	TAK (4)			W pełni zintegrowany	
IRLANDIA	90% środków pochodzących z inwestycji, lecz nie więcej niż 20 000		100 000			TAK (2)	w pełni zintegrowany	
LUKSEMBURG	20 000		100 000	TAK			W pełni zintegrowany	
NIEMCY	90% środków pochodzących z inwestycji, lecz nie więcej niż 20 000		50 000 (5)	TAK (4)		TAK (1)	W pełni zintegrowany	

KRAJE	CECHY SYSTEMÓW						NADZÓR
	system rekompensat dla inwestorów		system gwarantowania depozytów		system ochrony ubezpieczonych		
	wysokość rekompensaty	wysokość gwarancji	powiązanie systemu	rodzaj systemu			
	środki pieniężne w euro	środki pieniężne w euro	rekompensat z systemem gwarantowania depozytów	ochrona w zakresie polis na życie	ochrona w zakresie innych polis		
PORTUGALIA	25 000	100 000					Segmentacja nadzoru
SZWECJA	27 000 tj. 250 000 SEK	50 000	TAK				W pełni zintegrowany
WIELKA BRYTANIA	72 000 tj. 48 000 funtów, w tym 100% do 30 000 funtów, reszta w 90%	50 000 funtów	TAK	TAK (1)	TAK (2)		W pełni zintegrowany
WŁOCHY	20 000	103 291,35				TAK	Segmentacja nadzoru
POLSKA	Powyżej 3 000 euro w 90%	50 000		TAK	TAK		W pełni zintegrowany

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: COM(2000)81 final Documents EN 10 02 11 09, Office for Official Publications of the European Communities, L-2985 Luxembourg, Oxera Report, Description and assessment of the national investor compensation schemes established in accordance with Directive 97/9/EC, Report prepared for European Commission (International Market DG), Oxera Report, Insurance guarantee schemes in the EU, *Comparative analysis of existing schemes, analysis of problems and evaluation of options*, Final report prepared for European Commission DG Internal Market and Services, November 2007, Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. Nr 183 poz. 1538).

(1) – obejmuje wszystkie ubezpieczenia na życie, (2) – obejmuje wszystkie nieżyciowe ubezpieczenia, (3) – dotyczy wybranych instytucji pośrednictwa finansowego, (4) tylko instytucje kredytowe, (5) – dotyczy podstawowej ochrony, istnieje także dodatkowa ochrona i zależy od rodzaju banku: banki publicznoprawne – brak limitów, banki spółdzielcze i kasy oszczędności – brak limitów, banki prywatne – do 30% kapitałów banku.

Literatura

- Bossone B., *Do banks have a future? A study on banking and finance as we move into the third millennium*, „Journal of Banking and Finance” 2001, Vol. 25.
- COM(2000)81 final Documents EN 10 02 11 09, Office for Official Publications of the European Communities, L-2985 Luxembourg.
- Corrigan E.G., *Are Banks Special? A Revisitation, The Region* (special Issue) (Minneapolis: Federal Reserve Bank of Minneapolis), 2000.
- Dietl J., *Marketing*, PWE, Warszawa 1989.
- Jurkowska-Zedler A., *Wspólne zasady zarządzania transgranicznymi kryzysami finansowymi w Unii Europejskiej*, w: *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*, pod red. M. Kalinowskiego, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2009, ISBN 978-83-7556-200-2.
- Kotler Ph., *Marketing. Analiza, planowanie, wdrażanie i kontrola*, Felberg SJA, Warszawa 1977.
- Leksykon sfery spożycia. Terminologia i metodyka badań*, Poznań 1988.
- Llewellyn D., *The economic rationale for financial regulation*, FSA Occasional Paper Series 1, Financial Services Authority, London 1999.
- Monkiewicz M., *Ubezpieczeniowe fundusze gwarancyjne na rynkach światowych*, Dom Wydawniczy ELIPSA, Warszawa 2007, ISBN 978-83-7151-785-3.
- Oxera Report, *Description and assessment of the national investor compensation schemes established in accordance with Directive 97/9/EC*, Report prepared for European Commission (International Market DG).
- Oxera Report, *Insurance guarantee schemes in the EU, Comparative analysis of existing schemes, analysis of problems and evaluation of options*, Final report prepared for European Commission DG Internal Market and Services, November 2007.
- Stanton W., *Fundamentals of Marketing*, New York 1981, s. 11, w: S. Smyczek, *Zachowania konsumentów na rynku usług bankowych*, Wydawnictwo Uczelniane Akademii Ekonomicznej im. Karola Adameckiego w Katowicach, Katowice 2001.
- Smyczek S., Sowa I., *Konsument na rynku, zachowania, modele, aplikacje*, Difin, Warszawa 2005, ISBN 83-7251-428-7.
- Szczepańska O., *Podstawowe przesłanki, założenia i struktura sieci bezpieczeństwa finansowego w świetle teorii i doświadczeń międzynarodowych*, „Bezpieczny Bank” 2005, nr 1.
- Taylor B., *Wpływ drugiej dyrektywy w sprawie usług inwestycyjnych na strukturę rynków europejskich*; w: *Innowacje na światowych rynkach finansowych*, materiały z konferencji, KDPW, Warszawa 2003.

Akty prawne

Dyrektywa 94/19 z dnia 30 maja 1994 r. w sprawie gwarancji środków na rachunkach bankowych (Dz. U. WE L 135 z 31 05.1994) oraz dyrektywa 2009/14/WE z dnia 11 marca 2009 r. w sprawie systemów gwarancji depozytów w odniesieniu do poziomu gwarancji oraz terminu wypłaty.

Dyrektywa 97/9 z dnia 3 marca 1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów (Dz. U. WE L 84 z 26.03.1997).

Dyrektywa 2000/12 z dnia 20 marca 2000 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe, zmieniająca dotychczasowe dyrektywy, pierwszą dyrektywę Rady 77/780/EWG i drugą dyrektywę Rady 89/646/EWG.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. Nr 183 poz. 1538).

Maria Magdalena Golec

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

Mechanizmy bezpieczeństwa w uniach kredytowych

Streszczenie. *Unie kredytowe (w Polsce nazywane spółdzielczymi kasami oszczędnościowo-kredytowymi) z punktu widzenia oferowanych usług finansowych, gromadząc oszczędności i ze zgromadzonych środków udzielając pożyczek, upodabniają się do banków.*

Działając jako niebankowe instytucje depozytowe, w praktyce mogą podlegać regulacjom odmiennym od banków. W instytucjach tego rodzaju wprowadza się również regulacyjne mechanizmy bezpieczeństwa dla deponentów, rozumiane jako nadzór nad ich działalnością oraz system gwarantowania depozytów, w praktyce jednak nie zawsze takie rozwiązania funkcjonują.

W artykule dokonano analizy przesłanek wprowadzania mechanizmów bezpieczeństwa w uniach kredytowych, a także analizy rozwiązań w tym zakresie w wybranych systemach finansowych. Podniesiono argumenty za i przeciw regulacjom zewnętrznym w sektorze unii kredytowych. Ponadto omówiono różnorodność rozwiązań faktycznych w tym zakresie, od włączenia unii kredytowych do systemów bankowych (w zakresie nadzoru i systemu gwarantowania depozytów), poprzez specyficzne odrębne rozwiązania w tym zakresie i formy pośrednie, do sytuacji, gdzie unie kredytowe nie posiadają rozpatrywanych mechanizmów.

W tradycji wielu systemów bankowych na świecie oprócz banków funkcjonują spółdzielcze formy pośrednictwa kredytowego. Szczególną grupą tych spółdzielni są wywodzące się z tradycji anglosaskiej unie kredytowe (lub związki kredytowe, ang. *credit unions*). Polskimi uniami kredytowymi są spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe (SKOK) – instytucje działające początkowo wyłącznie wśród pracowników określonych przedsiębiorstw, później zaś

(od wprowadzenia regulacji ustawowej) na otwartym rynku, również wśród osób należących do wspólnej organizacji społecznej lub zawodowej. W roku 2009 62 spółdzielcze kasy świadczyły usługi finansowe dla 1,9 mln członków, gromadząc 9,7 mld złotych depozytów (co stanowi 2,6% depozytów gospodarstw domowych w Polsce) i udzielając pożyczek w wysokości 7,3 mld złotych. Koncentrują swoją działalność na tradycyjnych usługach detalicznego segmentu rynku finansowego, obejmując usługami dość dużą grupę osób.

Unie kredytowe jako podmioty niebankowe bardzo często nie podlegają regulacjom dedykowanym bankowym instytucjom rynku, posiadają też specyficzne instytucje zrzeczające, organy nadzorcze, a nawet systemy gwarantowania depozytów.

Przedmiotem zainteresowania niniejszego opracowania są wybrane systemowe mechanizmy bezpieczeństwa unii kredytowych – nadzór finansowy oraz system gwarantowania depozytów. Celem artykułu jest dokonanie analizy przesłanek wprowadzania oraz powodów, dla których nie organizuje się mechanizmów bezpieczeństwa w uniach kredytowych, a także diagnozowanie zakresu i form organizacyjnych nadzoru oraz systemów gwarantowania depozytów dla tego specyficznego rodzaju instytucji finansowych na świecie.

Artykuł składa się z czterech części. W pierwszej scharakteryzowano specyfikę unii kredytowych jako szczególnego rodzaju spółdzielni kredytowych, w drugiej – podniesiono argumenty za i przeciw wprowadzaniu rozpatrywanych mechanizmów sieci bezpieczeństwa. Następną część zawiera charakterystykę rozwiązań w zakresie nadzoru w różnych państwach, w których funkcjonują tego rodzaju instytucje, w ostatniej zaś zanalizowane zostały systemy gwarantowania depozytów w uniach kredytowych na świecie.

Opracowanie przygotowano przede wszystkim na podstawie studiów literatury przedmiotu, w związku z zakresem prowadzonej analizy w znacznej części zagranicznej, ponadto dokonywano analizy różnego rodzaju raportów oraz danych statystycznych.

1. Unie kredytowe jako specyficzne spółdzielcze instytucje kredytowe

Unie kredytowe należą do grupy instytucji spółdzielczości kredytowej. Wspólnymi cechami tego rodzaju podmiotów rynku jest ich spółdzielczy charakter¹ wy-

¹ W spółdzielczości podkreśla się ideę współdziałania oraz przeciwstawienia się egoizmowi charakterystycznemu dla prywatnego interesu, usamodzielnienie gospodarze współpracujących podmiotów na rynku po to, aby mogły obejść się bez pośredników, zastąpienie zasady indywidualistycznej solidarnością, dążenie do odebrania kapitałowi jego wiodącej roli, prowadzenie przed-

rażony poprzez zbiór zasad spółdzielczych oraz zakres działalności polegający na przyjmowaniu depozytów i innych środków od członków, podlegających zwrotowi, oraz udzielaniu kredytów na własny rachunek.

Historycznie unie kredytowe pojawiły się później niż europejskie systemy spółdzielczości kredytowej, a za ich kolebkę uznaje się USA². Choć idee spółdzielcze pojawiły się w Ameryce Północnej wraz z rzeszą emigrantów z Europy, na gruncie amerykańskim stworzono własny model spółdzielni kredytowej, nazwany w późniejszym okresie unią kredytową. Wśród specyficznych cech unii kredytowych należy wskazać: świadczenie usług wyłącznie członkom spółdzielni, ograniczone pole członkostwa, niezarobkowy cel działalności oraz obligatoryjność zrzeszania się.

Unie kredytowe są spółdzielniami zamkniętymi. Aby skorzystać z ich usług, należy stać się współwłaścicielem (udziałowcem) spółdzielni. Konsekwencją tego jest ograniczenie ponoszonego przez unie ryzyka działalności jedynie do współwłaścicieli tych instytucji.

W regulacjach prawnych unii kredytowych wymaga się, aby członkostwo w nich było ograniczone do osób, które spełniają warunek istnienia pomiędzy nimi określonych wspólnych więzi. Zamknięty krąg osób, które mogą zostać członkami związku kredytowego, określany jest jako pole członkostwa. Podkreśla się, że więź między potencjalnymi członkami powinna wynikać z innej okoliczności niż sama przynależność do unii lub zamiar przynależenia do niej. Więzi między członkami spółdzielni tradycyjnie występujące w małych spółdzielniach, w których, z uwagi na wąską liczbę osób żyjących i pracujących na ściśle określonym obszarze lub w zamkniętym środowisku, w uniach kredytowych nabrały formalnego charakteru. Ograniczenie członkostwa wynikające z konieczności istnienia wspólnej więzi może prowadzić, podobnie jak w pierwszych spółdzielniach, do zmniejszenia kosztów badania zdolności kredytowej (jeśli osoby znają się osobiście, najczęściej wiedzą o sobie więcej niż wynika ze złożonych dokumentów) i minimalizacji ryzyka kredytowego³. Wskazuje się, że ten formalny wymóg występujący w uniach kredytowych można traktować jako szczególnego rodzaju normę ostrożnościową⁴.

siębiorstwa zbiorowego polegającego na wykluczeniu kapitału z udziału w rozdziale zysku itp. J. Szambelańczyk, *Banki spółdzielcze w Polsce w procesach zmian systemowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006, s. 87.

² Pierwsza unia kredytowa w USA pod nazwą St. Mary's Cooperative Credit Association powstała w 1909 r.

³ Szerzej: M. Golec, *Istota spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych jako instytucji rynku usług finansowych*, w: *Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe charakterystyka, rozwój, otoczenie*, Biblioteka kwartalnika naukowego „Pieniądze i Więź” Fundacja na rzecz Polskich Związków Kredytowych, Sopot 2007, s. 65-76.

⁴ *Przegląd zasad i praktyki działania wybranych systemów unii kredytowych i spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych w Polsce*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2008, s. 3, http://www.knf.gov.pl/Images/skoki_17.10.08_tcm20-9110.pdf, dostęp 20 kwietnia 2009 r.

Inną cechą unii kredytowych jest obligatoryjność zrzeszania się. Zrzeszanie się małych spółdzielni kredytowych wynika z ukształtowanej historycznie tzw. zasady pomocniczości (subsydiarności). Oznacza ona wspomaganie jednostek spółdzielczych w świadczeniu przez nie usług, których, z racji niewielkiej skali działania, nie mogą zaspokoić samodzielnie. To właśnie instytucje tzw. wyższego rzędu (zrzeszenia, których właścicielami są zrzeszone spółdzielnie) mają przypisaną funkcję subsydiarności i oferują zrzeszonym instytucjom spółdzielczym różne usługi: reprezentują swoich członków w organach struktur spółdzielczych, zapewniają monitoring i kontrolę oraz oferują inne usługi (marketingowe, prawne, informatyczne, windykacyjne).

Formalnym kryterium identyfikacji unii kredytowych⁵ może być przynależność do wspólnej organizacji międzynarodowej – Światowej Rady Związków Kredytowych (ang. *World Council of Credit Unions – WOCCU*). Według WOCCU unia kredytowa jest „spółdzielnią o charakterze niedochodowym, zarządzaną zgodnie z zasadami demokratycznymi, której celem jest zachęcanie do oszczędności i wykorzystywanie zebranych funduszy na pożyczki i inne usługi dla członków i ich rodzin”⁶. Niedochodowość unii kredytowych należy wiązać z przesłankami powoływania tego rodzaju instytucji. Mianowicie powodem prowadzenia przez unie kredytowe działalności jest zaspokojenie potrzeb finansowych członków, nie zaś cele komercyjne.

Unie kredytowe z racji wskazywanych wyżej cech są z reguły instytucjami świadczącymi usługi na znacznie mniejszą skalę, często na „obrzeźkach” systemów bankowych. Podmioty tego rodzaju działają w 96 państwach świata, obejmują ponad 49 tysięcy instytucji świadczących usługi finansowe dla 177 mln ludzi. Najbardziej popularne instytucje te pozostały w Ameryce Północnej, a szczególnie w USA, gdzie prowadzi działalność ponad 8 tysięcy tego rodzaju podmiotów⁷.

2. Za i przeciw mechanizmom bezpieczeństwa w uniach kredytowych

Mechanizmy bezpieczeństwa są to regulacje oraz instytucje zwiększające bezpieczeństwo unii kredytowych – nadzór nad działalnością unii kredytowych oraz system gwarantowania depozytów. Podstawowym uzasadnieniem wprowadzania mechanizmów bezpieczeństwa w bankach jest konieczność za-

⁵ Na świecie unie kredytowe działają pod różnymi nazwami. Przykładem mogą być polskie unie kredytowe – spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe.

⁶ Bylaws, World Council of Credit Unions, Madison 2000.

⁷ <http://www.woccu.org/memberserv/intlcusystem>, dostęp 20 kwietnia 2009 r.

pewnienia stabilności finansowej rynku oraz ochrona deponentów jako podmiotów nieposiadających informacji o depozytariuszach z powodu asymetrii informacji⁸.

Unie kredytowe, podobnie jak banki, są instytucjami spełniającymi szczególne funkcje finansowe (pośrednictwo kredytowe, zapewnienie dostępu do systemu płatniczego, przejmowanie ryzyka itp.), ale również bardziej niż inne przedsiębiorstwa narażonymi na ryzyko o charakterze finansowym. Wysoka dźwignia finansowa oraz konieczność szczególnej dbałości o płynność wynika bowiem z natury funkcjonowania instytucji będącej pośrednikiem kredytowym. Ponadto utrata zaufania do jednej instytucji może powodować zarażanie innych podmiotów, prowadząc do kryzysu.

Uzasadnienie wprowadzania dodatkowych regulacji bezpieczeństwa w uniach kredytowych nie jest tak jednoznaczne jak w bankach, głównie z powodu wzajemnego charakteru finansowania w ramach unii oraz stosunkowo niewielkiej skali prowadzenia działalności.

Zakres regulacji w instytucjach mikrofinansowych może być uzależniony od sposobu ich finansowania. Kryterium to pozwala wyodrębnić trzy podstawowe kategorie instytucji, od A do C (patrz tab. 1). Jeśli instytucja finansuje swoją działalność pozyskując środki pieniężne wyłącznie od darczyńców (kategoria A1), nie występuje potrzeba wprowadzania instytucji nadzoru (ewentualnie można wprowadzić nadzór o charakterze wzajemnym), jedynie obowiązek rejestracji działalności. Z drugiej strony, pozyskiwanie środków pieniężnych od ogółu społeczeństwa (kategoria A2 i C), w formie depozytów czy emisji papierów wartościowych, niesie obowiązek podlegania odpowiedniemu organowi nadzorcemu i konieczność ochrony deponentów oraz inwestorów.

Szczególny charakter mają podmioty z kategorii B (czyli również unie kredytowe), jako że pozyskują one środki pieniężne nie z rynku, ale w ramach zamkniętych grup członkowskich. W przypadku tej kategorii podmiotów nadzór może przyjąć różnorodne formy, od jego braku poprzez nadzór częściowy, najczęściej w ramach zrzeszeń, do pełnego zakresu regulacji (identycznego jak w bankach komercyjnych).

Z jednej strony ochrona deponentów tej kategorii podmiotów nie jest konieczna, gdyż jako współwłaściciele instytucji posiadają dostęp do informacji o zakresie podejmowanego przez kierownictwo ryzyka. O ile w bankach komercyjnych nadzór ma zadanie chronić deponentów przed nadmiernym ryzykiem podejmowanym przez zarząd, o tyle w uniach kredytowych deponenci, jako właściciele, mogą wpływać na kierujących instytucją. W związku z tym, że wprowadzanie regulacji zewnętrznych wywołuje negatywne efekty zewnętrzne w postaci

⁸ O. Szczepańska, *Podstawowe przesłanki, założenia i struktura sieci bezpieczeństwa finansowego w świetle teorii i doświadczeń międzynarodowych*, „Bezpieczny Bank” 2005, Nr 1, s.19.

Tabela 1. Struktura instytucji mikrofinansowych w zależności od zakresu regulacji i nadzoru

Rodzaj instytucji mikrofinansowej	Sposób finansowania działalności jako czynnik powodujący wprowadzanie regulacji	Formy zewnętrznej regulacji	Rekomendowane władze nadzorcze
Nieformalne grupy pożyczkowo-oszczędnościowe finansowane przez opłaty członkowskie i oszczędności	Brak	Brak	Nie są wymagane
Kategoria A: Organizacje pozarządowe (ang. NGOs) finansowane przez darczyńców			
Kategoria A1: Finansowanie wyłącznie ze środków darczyńców	Jeśli suma pożyczek nie przekracza ofiarowanych środków finansowych, grantów oraz nadwyżek, nie wprowadza się regulacji	Rejestracja jako instytucji non profit	Urząd ds. stowarzyszeń; ewentualnie autonomiczny podmiot nadzorczy
Kategoria A2: Finansowanie ze środków darczyńców i pożyczek komercyjnych lub emisji papierów wartościowych	Tworzenie zobowiązań wobec różnych podmiotów dla sfinansowania mikropożyczek oraz innych operacji	Rejestracja podmiotu prawnego, nadzór bankowy lub nadzór komisji papierów wartościowych	Urząd ds. przedsiębiorstw, nadzór bankowy, komisja papierów wartościowych
Kategoria B: Spółdzielnie finansowe lub unie kredytowe finansowane ze środków finansowych członków	Pozyskiwanie depozytów i udzielanie pożyczek dla członków	Rejestracja spółdzielni finansowej	Urząd ds. spółdzielni (lub towarzystw) lub nadzór bankowy w przypadku dużych instytucji
Kategoria C: Specjalistyczne licencjonowane banki lub instytucje mikrofinansowe finansowane w sposób otwarty (publiczny) – depozyty, inwestorzy, pożyczki komercyjne	Pozyskiwanie środków pieniężnych z rynku hurtowego i detalicznego oraz ich alokacja w formie pożyczek i innych inwestycji	Rejestracja podmiotu prawnego, licencjonowanie instytucji finansowej lub banku (z pełnymi regulacjami ostrożnościowymi)	Urząd ds. przedsiębiorstw, nadzór bankowy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie J. Gallardo, K. Ouattara, B. Randhawa, W. F. Steel, *Comparative review of Microfinance Regulatory Framework Issues in Benin, Ghana, and Tanzania*, World Bank Policy Research Working Paper 3585, April 2005, s. vii.

osłabienia dyscypliny rynkowej oraz kosztów, instytucje tego rodzaju podlegają jedynie rejestracji, a nadzór ich działalności (jeśli jest wprowadzony) przyjmuje postać nadzoru autonomicznego w ramach zrzeszenia.

Z drugiej strony wskazuje się, że wzrost skali działalności oraz oferty finansowej tego rodzaju podmiotów utrudnia nadzór właścicielski, a dodatkowo podmioty tego rodzaju zwiększając udział w rynku (w różnej skali) stają się integralną częścią systemu finansowego danego kraju. Ewentualne problemy finansowe w ramach tej grupy podmiotów mogą wpływać destabilizująco na cały sektor finansowy, w związku z czym wprowadza się regulacje podobne jak w systemach bankowych. Drugim argumentem dla wprowadzania regulacji w uniach kredytowych jest niezwiększanie konkurencyjności pomiędzy instytucjami różnego typu, ale oferującymi identyczne usługi depozytowe. Instytucje świadczące usługi tego samego rodzaju powinny podlegać identycznym regulacjom, a więc wprowadzaniem nadzoru bankowego oraz systemu gwarantowania depozytów w formie identycznej lub podobnej jak w systemach bankowych.

Zakres wprowadzanych mechanizmów bezpieczeństwa w uniach kredytowych będzie zatem uzależniony od wielkości i złożoności funkcjonowania unii kredytowych oraz ich znaczenia dla rynku finansowego – od braku nadzoru, poprzez nadzór częściowy uwzględniający specyfikę funkcjonowania tych instytucji, aż po pełny nadzór identyczny z bankowym. W praktyce rozwiązania są bardzo różnorodne.

Warto podkreślić, że Światowa Rada Unii Kredytowych wypowiada się za wprowadzaniem mechanizmów bezpieczeństwa finansowego w uniach kredytowych uwzględniających specyfikę działalności tych podmiotów rynku. WOCCU po dokonaniu analizy regulacji unii kredytowych w ponad 100 krajach sformułowała standardowe „Modelowe regulacje unii kredytowych”, które są polecane jako punkt odniesienia przy regulowaniu działalności unii kredytowych⁹. Według WOCCU powinien zostać wprowadzony zarówno nadzór publiczny nad uniami kredytowymi, jak i utworzony system gwarantowania depozytów. System nadzoru powinien być sprawowany przez organ zintegrowanego nadzoru finansowego o charakterze publicznym, uwzględniający różnice między uniami kredytowymi a innymi instytucjami w zakresie wielkości, oferowanych usług, charakteru działalności, dobrowolnego nadzoru i własności członkowskiej¹⁰. Standardy ostrożnościowe powinny obejmować m.in. kwestie adekwatności kapitałowej, wyceny aktywów, licencjonowania działalności, standardów w zakresie ryzyka płynności. WOCCU postuluje również stworzenie systemu gwarantowania depozytów zapewniającego rekompensatę dla członków w przypadku upadłości unii, a także tworzenie funduszu stabilizacyjnego, którego celem byłoby zapewnianie pomocy dla unii kredytowych przeżywających problemy finansowe.

⁹ *Model law for credit unions*, Madison (USA) 2005 r., <http://www.woccu.org/bestpractices/legreg>, dostęp 20 kwietnia 2009 r.

¹⁰ *Przegląd zasad i praktyki...*, s. 36.

3. Nadzór finansowy w uniach kredytowych

Różny zakres nadzoru finansowego nad uniami kredytowymi przybiera dodatkowo różnorodne formy organizacyjne. Dla spółdzielczych instytucji finansowych specyficzną cechą jest organizowanie nadzoru w sposób pośredni, z wykorzystaniem innego podmiotu rynku. Instytucją spełniającą rolę pośredniego nadzorcy może być specjalny podmiot w istniejącej strukturze spółdzielczej (np. zrzeszenie) albo też inna instytucja (firma audytingowa, agencja ratingowa) podlegająca tzw. głównemu nadzorcy¹¹. Rozwiązanie w zakresie nadzoru pośredniego jest specyficzne dla instytucji wzajemnych (nie tylko spółdzielni)¹². Zaletą organizacji nadzoru w formie pośredniej, szczególnie gdy instytucją sprawującą nadzór jest spółdzielnia wyższego rzędu, są niższe koszty. Zrzeszenia i tak podejmują szereg działań dla unii kredytowych, a część z nich polega na gromadzeniu informacji, stąd dla potrzeb nadzorczych może zostać wykorzystana już istniejąca sieć powiązań. Przy tego rodzaju rozwiązaniach organizacyjnych podkreśla się konieczność stosowania procedur gwarantujących obiektywność prowadzonych działań analityczno-kontrolnych. Organizowanie nadzoru finansowego w sposób pośredni, przy braku kontroli ze strony niezależnego podmiotu, może jednak nie dawać gwarancji pełnej wiarygodności procesu nadzoru¹³. Jeśli nadzór finansowy sprawowany jest przez podmiot, którego właścicielami są nadzorowane instytucje, a dodatkowo oferuje on szereg innych usług (obsługę prawną, rozliczeniową itp.) dla podmiotów nadzorowanych, pojawi się konflikt między zapewnieniem określonego zakresu bezpieczeństwa tych instytucji a ich wzrostem i efektywnością.

C. Cuevas, K.P. Fischer dokonują klasyfikacji nadzorów spółdzielczych instytucji finansowych (nie tylko unii kredytowych) w zależności od formy nadzoru oraz organu nadzoru (który może być spółdzielczy, odrębny – specjalistyczny dla nadzorowanych podmiotów oraz bankowy). W przypadku mniejszych lub o zamkniętym charakterze podmiotów nadzór może być sprawowany wyłącznie przez spółdzielcze organy nadzorcze, bardzo często przyjmuje jednak po-

¹¹ Dodatkowo nadzór pośredni może być prowadzony w postaci tzw. nadzoru delegowanego lub pomocniczego. Nadzorca pomocniczy wykonuje jedynie czynności związane z prowadzeniem nadzoru (zbieranie danych, przetwarzanie itp.), jeśli podmiot posiada status nadzorcy delegowanego, dysponuje również środkami władczymi wobec instytucji mu podległych (np. ograniczenie działalności, wprowadzenie zarządu komisarycznego). C. Cuevas, K. P. Fischer, *Regulation and Supervision of Cooperative Financial Institutions – The Debate over Delegated and Auxiliary Supervision*, Access Finance 2006, No. 12, s. 2.

¹² C. Cuevas, K. P. Fischer, *Regulation...*, s. 2. Tego rodzaju rozwiązania występują w modelu federacyjno-sieciowym spółdzielni kredytowych. Szerzej: J. Szambelańczyk, op cit., s. 105-107.

¹³ C. Cuevas, K. P. Fischer, *Regulation and Supervision of Cooperative Financial Institutions Issues in Governance, Regulation, and Supervision*, World Bank Working Paper No 82, s. 44.

stać nadzoru o charakterze dualnym, zarówno finansowego, jak i spółdzielczego. C. Cuevas przeprowadził badania 47 zrzeczeń spółdzielczych instytucji finansowych z 51 państw. W 34 państwach nadzór sprawowany jest przez jeden organ – wyłącznie spółdzielczy nadzór występuje w 13 państwach, w 12 państwach nadzór jest sprawowany przez specjalnie powołane podmioty, w 9 państwach ma charakter nadzoru bankowego¹⁴. W pozostałych państwach nadzór nad spółdzielczymi instytucjami kredytowymi sprawowany jest przez dwa lub trzy podmioty – spółdzielczy i bankowy w 3 państwach, spółdzielczy i specjalistyczny w 3 państwach, specjalistyczny i bankowy w 5 państwach lub przez wszystkie wskaziwane grupy w 2 państwach.

W tabeli 2 przedstawiono typy nadzoru nad spółdzielniami kredytowymi oraz organy nadzorcze. Kompetencje bankowych władz nadzorczych są, w porównaniu z pozostałymi organami, rzadziej delegowane. W połowie rozpatrywanych przypadków nadzór ma charakter bezpośredni. Tym niemniej sposób sprawowania nadzoru nad instytucjami spółdzielczymi jest bardzo zróżnicowany.

Tabela 2. Typy nadzoru nad spółdzielczymi instytucjami finansowymi

Rodzaj nadzoru Organ nadzoru	Spółdzielczy	Specjalistyczny (dla nadzorowanych podmiotów)	Bankowy
Bezpośredni	20	10	12
Pośredni – pomocniczy	8	6	6
Pośredni – delegowany	4	6	0
Samodzielna kontrola	8	3	0
Łącznie	40	25	18
w %	85%	53%	38%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: C. Cuevas, *Findings from World Bank Global Survey of Cooperative Financial Institutions and Best Practices in Governance*, Prezentacja na konferencji Banku Światowego Waszyngton 10-11 kwietnia 2007 r.; C. Cuevas, K. P. Fischer, *Regulation and Supervision of Cooperative Financial Institutions Issues in Governance, Regulation, and Supervision*, World Bank Working Paper No 82, s. 45.

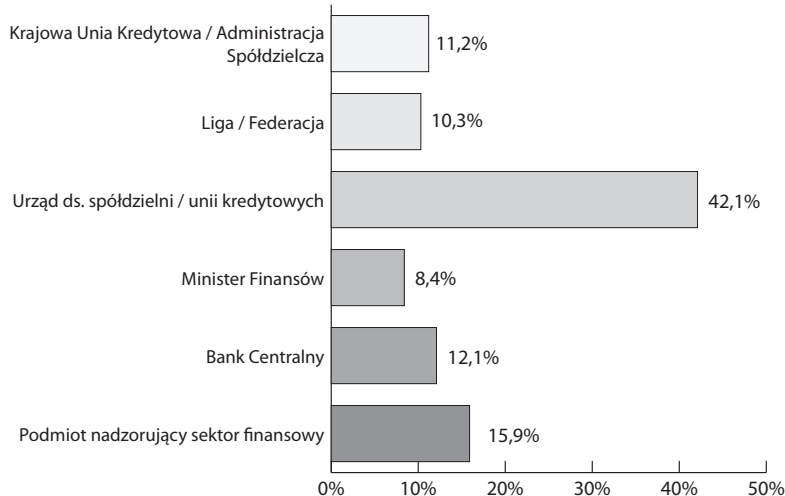
W rozpatrywanych zrzeczeniach spółdzielczych badano również zakres stosowania regulacji o charakterze ostrożnościowym. Jedynie w 52,93% państw sto-

¹⁴ C. Cuevas, *Findings from World Bank Global Survey of Cooperative Financial Institutions and Best Practices in Governance*, Prezentacja na konferencji Banku Światowego Waszyngton 10-11 kwietnia 2007 r. <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/WBI/WBIPROGRAMS/FSLP/0,,contentMDK:21130528~pagePK:64156158~piPK:64152884~theSitePK:461005,00.html>, dostęp 30 kwietnia 2009 r.

sowane są wymogi minimalnego kapitału regulacyjnego. System gwarantowania depozytów występuje w 18,37% badanych państw, rezerwy płynności w 76,47%, fundusz o charakterze pomocowym tworzony jest w 40,42% państw, a możliwość ograniczenia zakresu prowadzonej przez instytucje spółdzielcze działalności deklarowana jest w 72% państw¹⁵.

Rozpatrując wyłącznie podmioty o charakterze unii kredytowych, warto przytoczyć badania przeprowadzone przez WOCCU. Biorąc pod uwagę organ nadzoru, w uniach kredytowych w ponad 60% państw nadzór sprawowany jest przez podmiot niefinansowy, najczęściej spółdzielczy. Jest to albo specjalistyczny urząd ds. unii kredytowych (42,1%)¹⁶, federacja unii kredytowych (10,3%) lub zrzeszenie/administracja krajowa (11,2%). W niespełna 40% państw unie kredytowe podlegają nadzorowi bezpośredniemu podmiotów finansowych (banku centralnego, ministra finansów czy podmiotu sprawującego nadzór nad rynkiem finansowym). Na podstawie tego badania nie można przesądzić, w jakim stopniu unie kredytowe mogą podlegać rygorom finansowym wskazanym w standardzie WOCCU, gdyż część podmiotów podlega nadzorowi finansowemu o charakterze pośrednim.

Wykres 1. Podmioty sprawujące nadzór nad uniami kredytowymi na świecie



Źródło: *Guide to International Credit Union Legislation*, WOCCU 2005, <http://www.woccu.org/bestpractices/legreg>, dostęp 20 kwietnia 2009 r.

W USA – kraju, w którym funkcjonuje najwięcej unii kredytowych – sposób regulacji oraz organ nadzoru zależą od podstaw prawnych oraz zakresu działalno-

¹⁵ C. Cuevas, Findings from World Bank Global Survey...

¹⁶ W Panamie i Argentynie są to instytucje spółdzielcze, a w Bułgarii i Rumunii sądy rejestrujące tego rodzaju podmioty.

ści. Dla 61% instytucji powołanych na podstawie prawa federalnego¹⁷ od 1970 r. podmiotem nadzorczym jest specjalna agencja rządowa Narodowa Administracja Unii Kredytowych (ang. NCUA – *National Credit Union Administration*). Unie stanowe działające na podstawie o regulacji stanowych podlegają stanowym agencjom nadzorczym (patrz tab. 3).

Tabela 3. Nadzór i ubezpieczenie depozytów unii kredytowych w USA

Unie kredytowe	Federalne	Stanowe	
Organ nadzoru	Narodowa Administracja Unii kredytowych (ang. NCUA – <i>National Credit Union Administration</i>)	Stanowe agencje nadzorcze	
Liczba instytucji (na koniec 2008 r.)	4874	3121	
Ubezpieczenie depozytów	Fundusz Gwarancyjny (ang. NCUSIF – <i>National Credit Union Share Insurance Fund</i>)	Fundusz Gwarancyjny (ang. NCUSIF)	Inne podmioty
Liczba instytucji	4874	2959	162

Źródło: NCUA, dostęp 20 kwietnia 2009 r.

Działalność unii kredytowych w Kanadzie regulowana jest przez ustawodawstwo poszczególnych prowincji¹⁸. Kanadyjskie unie kredytowe podlegają nadzorowi agencji rządowych oraz instytucji ubezpieczających depozyty, które mają prawo dokonywać inspekcji w ubezpieczonych uniach. Rola agencji rządowej polega na określaniu zasad prawidłowej gospodarki finansowej oraz dokonywaniu corocznie inspekcji w uniach kredytowych¹⁹.

Na gruncie europejskim znaczący wpływ na sposób i zakres regulacji unii kredytowych mają dyrektywy Unii Europejskiej oraz postępujące procesy tworzenia nadzorów zintegrowanych. W państwach Unii Europejskiej działalność mogą prowadzić dwa rodzaje unii kredytowych. Część z nich jako instytucje kredytowe działa jak bank i podlega identycznym jak banki wymogom regulacyjnym (a także systemom gwarantowania depozytów). Tego rodzaju unie kredytowe funkcjonują w Czechach²⁰, Estonii czy Słowenii.

¹⁷ Tego rodzaju instytucje mają prawo prowadzić działalność w wielu stanach.

¹⁸ *Przegląd zasad i praktyki...*, s. 9.

¹⁹ *Ibidem*.

²⁰ Brak nadzoru państwowego był jedną z przyczyn kryzysu unii kredytowych w Czechach w 2000 r. Czeskie unie kredytowe nadzorowane były jedynie przez własny samorząd w ramach Stowarzyszenia Unii Kredytowych, nie wszystkie jednak, gdyż część z nich nie była w stowarzyszeniu. *Przegląd zasad i praktyki...*, s. 12.

W innych państwach UE wyłączono unie kredytowe spod działania Dyrektywy 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe. Wyłączenie stosuje się m.in. dla instytucji finansowych, które mają charakter wzajemny, a to wynika z istoty unii kredytowej. Wyłączeniu spod dyrektywy bankowej podlegają unie kredytowe z Wielkiej Brytanii, Irlandii, Litwy (*kredito unijos*), Łotwy (*krajaizdevu sabiedribas*) oraz Polski (*spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe*)²¹.

Tendencja tworzenia wspólnych dla wielu różnych podmiotów finansowych instytucji nadzoru o charakterze zintegrowanym również w tej drugiej grupie państw spowodowała, że unie kredytowe znalazły się wśród podmiotów, które podlegały integracji. W Wielkiej Brytanii „meganadzorca” Financial Services Authority (FSA) od 2002 r. przyjął „pod parasol ochronny” nadzoru unie kredytowe. Regulacje obejmujące m.in. wymogi kapitałowe, płynność, terminy i maksymalne kwoty udzielania pożyczek, a także ograniczenie ich maksymalnego oprocentowania uwzględniają specyfikę działania tych instytucji²². Podobnie w Irlandii, gdzie instytucją nadzorującą unie kredytowe jest The Irish Financial Services Regulatory Authority (Financial Regulator).

Zintegrowany nadzór finansowy obejmujący również unie kredytowe funkcjonuje także w Australii, Japonii oraz Korei.

Polskie unie kredytowe nadzorowane są przez instytucję zrzeszającą – Krajową Spółdzielczą Kasę Oszczędnościowo-Kredytową. Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe podlegają ustanowionym regulacjom ostrożnościowym w zakresie m. in. ubezpieczenia depozytów, adekwatności kapitałowej, płynności, tworzą też rezerwy na należności przeterminowane. Nie zobowiązano polskich unii kredytowych do posiadania minimalnego kapitału regulacyjnego oraz konieczności uzyskiwania licencji na prowadzenie działalności. W związku z powołaniem polskiego nadzoru zintegrowanego – Komisji Nadzoru Finansowego – trwają prace legislacyjne nad objęciem nim również kas²³.

²¹ Warto dodać, że z powyższego wyłączenia korzystają również inne instytucje spółdzielcze świadczące usługi wyłącznie dla członków, takie jak: portugalskie *Caixas económicas*, francuskie *Caisse des dépôts et consignations*, włoskie *Cassa depositi e prestiti*, irlandzkie *friendly societies*.

²² N. Ryder, *The Financial Services Authority and credit unions – A New era in regulation*, „Journal of Financial Regulation and Compliance” 2003, Vol 11, No 3, s. 243

²³ Ustawa wprowadzająca państwowy nadzór nad spółdzielczymi kasami oszczędnościowo-kredytowymi została przyjęta przez Sejm 5 listopada 2009 r. Nie weszła jednak w życie, gdyż Prezydent RP nie podpisał ustawy i 30 listopada 2009 r. skierował ją do Trybunału Konstytucyjnego.

4. Systemy gwarantowania depozytów w uniach kredytowych

Specyficzną formą regulacji, która może opierać się wyłącznie na wprowadzeniu obowiązku posiadania ubezpieczenia, ale też prowadzić do powołania odrębnej instytucji, skutecznie zwiększającą społeczne zaufanie do unii kredytowych jest system gwarantowania depozytów. Przyczyny wprowadzania systemów gwarantowania depozytów są szeroko rozpatrywane w literaturze²⁴. Choć funkcje i szczegółowe rozwiązania organizacyjne w zakresie systemów ochrony depozytów są różne, najczęściej systemy gwarancji depozytów zabezpieczają wypłaty oszczędności upadłej instytucji (tzw. *pay box*), czasami mogą posiadać również dodatkową funkcję (tzw. *risk minimizer*) prowadzenia działań pomocowych dla instytucji zagrożonych upadłością.

Jednym z negatywnych aspektów systemów gwarancji depozytów jest możliwość wykorzystywania ustanowionej dla deponentów ochrony przez uczestników rynku, tzw. pokusa nadużycia (ang. *moral hazard*). W uniach kredytowych, z uwagi na ograniczone pole członkostwa oraz wzajemny charakter, zjawisko to występuje w stopniu mniejszym niż w bankach²⁵.

W dyskusji dotyczącej obowiązku posiadania gwarancji dla depozytów w uniach kredytowych podnosi się te same argumenty, które rozpatrywano dla nadzoru, albo akcentując wzajemny charakter tych instytucji i niewielką skalę działalności, jako że nie mają istotnego wpływu na stabilność finansową uzasadnia się brak potrzeby wprowadzania tego typu rozwiązań, albo też podnosząc argumenty konkurencyjności między podmiotami finansowymi oraz wzrostu skali działania unii kredytowych wskazuje się na konieczność wprowadzania regulacji. Dla unii kredytowych, w porównaniu z innymi instytucjami finansowymi wskazuje się dodatkowe argumenty za wprowadzaniem systemów gwarancyjnych²⁶. Ochrona depozytów jest potrzebna, gdyż instytucje te świadczą usługi dla osób „ekonomicznie słabszych”, w przypadku których utrata oszczędności byłaby szczególnie trudna. Ponadto ograniczone możliwości członkostwa w uniach kredytowych powodują w sytuacji wystąpienia upadłości nasilenie problemów finansowych w określo-

²⁴ B. Zdanowska, *Podstawowe dylematy i kryteria wyboru formuły systemu gwarantowania depozytów w świetle teorii i doświadczeń międzynarodowych*, „Bezpieczny Bank” 2007, Nr 1, s. 8-29; T. Obal, *Teoretyczne aspekty systemu gwarantowania depozytów*, „Bezpieczny Bank” 2004, Nr 2, s. 47-50; A. Pawlikowski, *Polski system gwarantowania depozytów na tle rozwiązań zastosowanych w innych państwach UE*, NBP Materiały i Studia, Nr 193, Warszawa 2005, s. 6-9.

²⁵ Badania dotyczące pojawienia się zachowań wykorzystujących wprowadzenie systemów gwarantowania depozytów dla uzyskania własnych korzyści prowadzone na podstawie amerykańskich unii kredytowych jednak raczej potwierdzają występowanie zjawiska. K. M. G. Hannafin, D. G. McKillop, *Deposit insurance and credit unions: an international perspective*, „Journal of Financial Regulation and Compliance” 2007, Vol. 15, No 1, s. 46

²⁶ K. M. G. Hannafin, D. G. McKillop, *Deposit insurance and credit unions...*, s. 44.

nym środowisku (np. przedsiębiorstwie lub grupie społecznej). W praktyce, jeśli unie kredytowe zapewniają ochronę depozytów albo stają się członkiem bankowego systemu gwarantowania, albo też tworzą niezależny specyficzny dla tego rodzaju instytucji mechanizm ochrony (w formy odrębnej instytucji lub poprzez prywatne ubezpieczenie). W systemie finansowym czasami funkcjonuje wiele systemów gwarantowania depozytów dedykowanych różnym typom instytucji finansowych²⁷. Dodatkowe systemy gwarantowania dedykowane są najczęściej mniejszym spółdzielczym instytucjom finansowym. Systemy ochrony depozytów mogą obejmować również gwarancje dla udziałów członków unii kredytowych, choć rozwiązania w tym zakresie są różne. Odrębne systemy gwarantowania depozytów pojawiają się w tych państwach, w których występuje różny od bankowego organ nadzoru i regulacji. Z drugiej strony, jednolity nadzór finansowy nie zawsze oznacza, że występuje wspólny system gwarantowania depozytów.

Biorąc pod uwagę cały ruch unii kredytowych na świecie, w niewielu państwach wprowadzono systemy gwarantowania depozytów. Według badania WOC-CU, jedynie w 1/3 państw funkcjonują systemy ochrony depozytów²⁸.

Najwcześniej system ochrony depozytów unii kredytowych wprowadzono w Kanadzie w prowincji Manitoba w 1970 r. Również w 1970 r. w USA Narodowa Administracja Unii Kredytowych utworzyła Fundusz Gwarancyjny (ang. *NCUSIF – National Credit Union Share Insurance Fund*)²⁹. Fundusz ten gwarantuje depozyty w federalnych uniach kredytowych, natomiast stanowe instytucje mogą przystąpić do systemu, ale nie mają takiego obowiązku. Ochrona depozytów zapewniana przez NCUSIF ma charakter prawie powszechny. W 2008 r. jedynie 162 z 2959 (5,5%) stanowych unii kredytowych pozostawało bez ochrony NCUSIF³⁰. Stanowe unie kredytowe ubezpieczają depozyty w prywatnych firmach ubezpieczeniowych, z których za największą uznaje się American Share Insurance³¹. W październiku 2008 r., podobnie jak w bankowym systemie gwarantowania wkładów, czasowo do końca 2009 r. zwiększono poziom ochrony depozytów ze 100 tys. do 250 tys. dolarów³².

²⁷ W Niemczech funkcjonuje aż 8 różnych systemów gwarancyjnych, w Austrii 5, po 3 systemy posiadają Włochy i Hiszpania, po 2 zaś Portugalia, Cypr, Meksyk oraz Kolumbia.

²⁸ *Guide to International Credit Union Legislation*, WOCCU 2005, www.woccu.org/publications, dostęp 30 kwietnia 2009 r.

²⁹ Fundusz jest instytucją zależną od NCUA. K. M. G. Hannafin, D. G. McKillop, *Deposit insurance...*, s. 43.

³⁰ J. R. Walter, *Not Your Father's Credit Union*, *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, Volume 92/4, Fall 2006, s. 367, http://www.richmondfed.org/publications/economic_research/economic_quarterly/pdfs/fall2006/walter.pdf, dostęp 24 sierpnia 2008 r.

³¹ Światowe Stowarzyszenie Ubezpieczycieli Depozytów, http://www.iadi.org/List%20of%20Countries%20with%20a%20Deposit%20Insurance%20System/List_of_countries_with_a_DIS_MCC_1_May08_Final.pdf, dostęp 24 sierpnia 2008 r.

³² <http://www.ncua.gov/ShareInsurance>, dostęp 30 kwietnia 2009 r.

Tabela 4. Systemy ochrony depozytów w uniach kredytowych na świecie

Kontynent	Liczba państw z systemem ochrony depozytów		Liczba państw z uniami kredytowymi	Państwa z systemem ochrony depozytów
	liczba	procent		
Afryka	5	19,2	26	Maurytius, Rwanda, Sierra Leone, Suazi, Uganda
Azja	6	46,2	13	Hong Kong, Indie, Japonia, Korea, Sri Lanka, Tajwan
Europa	9	75,0	12	Czechy, Estonia, Irlandia, Litwa, Łotwa, Macedonia, Polska, Ukraina, Wielka Brytania
Ameryka Łacińska	5	15,2	33	Dominikana, Urugwaj, Kolumbia, Antigua i Barbuda, Jamajka
Ameryka Północna	2	100,0	2	Kanada, USA
Australia i Oceania	0	0,0	6	
Razem	27	29,3	92	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Guide to International Credit Union Legislation*, WOCU 2005, www.woccu.org/publications, dostęp 20.08.2008 r.

W każdej prowincji Kanady zorganizowany jest odrębny system ochrony depozytów, stąd funkcjonuje ich aż dziesięć. Dla przykładu instytucją zapewniającą 100% ochronę depozytów w prowincji Alberta jest Alberta's Credit Union Deposit Guarantee Corporation, w Nowym Brunszwiku ochrona depozytów do 250 tys. CAD leży w kompetencji New Brunswick Credit Union Deposit Insurance Corporation, depozyty unii kredytowych w Kolumbii Brytyjskiej chronione są przez Credit Union Deposit Insurance Corporation, w Quebecu zaś przez Quebec Deposit Insurance Board. Wykaz instytucji zapewniających ochronę depozytów oraz różny poziom ochrony zawarto w tabeli 5.

W państwach członkowskich Unii Europejskiej, z uwagi na regulacje UE zobowiązujące do zapewnienia systemu ochrony depozytów, wprowadzono ochronę depozytów w uniach kredytowych. Irlandzkie unie kredytowe uzyskały ochronę depozytów w 1989 r., polskie w 1998 r., czeskie w 2000 r., litewskie w 2001 r., brytyjskie zaś w 2002 r.³³

³³ W Wielkiej Brytanii system ochrony depozytów bankowych funkcjonował już od 1979 r., lecz unie kredytowe włączono dopiero w lipcu 2002 r. K. M. G. Hannafin, D. G. McKillop, *Deposit insurance...*, s. 43.

Tabela 5. Instytucje zapewniające ochronę depozytów oraz poziom ochrony w uniach kredytowych w Kanadzie

Prowincja	Instytucja	Poziom ochrony
Alberta	Alberta Credit Union Deposit Guarantee Corporation	100%
Kolumbia Brytyjska	Credit Union Deposit Insurance Corporation of B.C.	100%
Manitoba	Credit Union Deposit Guarantee Corporation	100%
Nowy Brunzwik	New Brunswick Credit Union Deposit Insurance Corporation	250 tys. CAD
Nowa Fundlandia i Labrador	Newfoundland and Labrador Credit Union Deposit Guarantee Corporation	250 tys. CAD
Nowa Szkocja	Nova Scotia Credit Union Deposit Insurance Corporation	250 tys. CAD
Ontario	Deposit Insurance Corporation of Ontario	100 tys. CAD
Quebec	Quebec Deposit Insurance Board (QDIB)	100 tys. CAD
Saskatchewan	Saskatchewan Credit Union Deposit Guarantee Corporation	100%
Wyspa Księcia Edwarda	Credit Union Deposit Insurance Corporation (PEI)	100%

Źródło: http://www.fiscalagents.com/newsitems/cdic_depositprotection.shtml, dostęp 30 kwietnia 2009 r.

W Irlandii unie zrzeszone w Irlandzkiej Lidze Unii Kredytowych (ang. *ILCU Irish League of Credit Unions*), a zatem nie wszystkie instytucje, objęte były ochroną do kwoty 12,5 tysiąca euro do września 2008 r., kiedy to w obliczu kryzysu rząd podjął decyzję o objęciu również unii kredytowych ochroną w ramach wspólnego systemu ochrony depozytów dla instytucji depozytowych w Irlandii³⁴. Obserwowane zmiany w regulacjach bankowych pojawiające się w obliczu kryzysu prowadzą do poszerzania zakresu sieci bezpieczeństwa finansowego i obejmowania regulacjami również niebankowych podmiotów finansowych, a więc również unii kredytowych³⁵.

Łotewskie i litewskie unie kredytowe włączono do bankowego systemu gwarantowania depozytów podobnie jak unie kredytowe posiadające status instytucji kredytowej.

Ukraińskie unie kredytowe nie posiadają gwarancji zapewnionych przez instytucję publiczną. W 2007 r. powołano tam stowarzyszenie Program Ochrony

³⁴ Zwiększono również poziom ochrony z 20 tys. do 100 tys. euro. <http://www.finance.gov.ie/Viewtxt.asp?DocID=5466>, dostęp 30 kwietnia 2009 r.

³⁵ S. Schich, *Financial Crisis: Deposit Insurance and Related Financial Safety Net Aspects*, Financial Market Trends OECD, 2008, s. 7.

Depozytów, do którego przynależność jest dobrowolna. Na koniec 2008 r. uczestnikami programu były 42 unie kredytowe spośród kilkuset działających na rynku (785 w 2007 r.) gromadzące około 20% depozytów w sektorze. Ochrona depozytów obejmuje kwotę 50 tys. UAH³⁶.

W polskich uniach kredytowych nie wprowadzono ustawowego obowiązku przynależności do systemu gwarantowana depozytów, lecz specyficzny dla tych podmiotów, odrębny od bankowego system zapewniający ochronę. Krajowa Spółdzielnica Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa posiadająca uprawnienia nadzorcze w odniesieniu do unii kredytowych wewnętrzną regulacją ostrożnościową zobowiązała te podmioty do posiadania ubezpieczenia depozytów. Ubezpieczenie tego rodzaju dostarcza prywatny ubezpieczyciel – Towarzystwo Ubezpieczeń Wzajemnych SKOK (Tuw SKOK) – wspólna instytucja, której właścicielami są unie kredytowe³⁷. System ten zapewnia gwarancje w wysokości konkurencyjnej do gwarancji bankowego systemu gwarantowania depozytów.

5. Zakończenie

Paleta rozwiązań w zakresie regulacji unii kredytowych jako szczególnego rodzaju spółdzielni kredytowych o zamkniętym wzajemnym charakterze i ograniczonym polu członkostwa jest różnorodna. Z jednej strony wskazuje się, że w podmiotach tego rodzaju nie występuje potrzeba wprowadzania regulacji, gdyż deponenci tych instytucji jako właściciele mogą samodzielnie wpływać na ograniczanie skali podejmowanego ryzyka przez zarządzających, a skala ich działalności i potencjalny wpływ na stabilność finansową sektora finansowego nie jest znaczący. Z drugiej strony podnosi się argument zawodności mechanizmu samokontroli członków w sytuacji znacznego wzrostu skali i zakresu działalności unii kredytowych, a także ich konkurencyjności wobec innych uczestników rynku. W związku z tym obserwuje się dużą różnorodność zakresu nadzoru, a także jego formy.

Tradycyjnie w uniach kredytowych wykorzystywano nadzór pośredni. Z badań Banku Światowego wynika, że w połowie państw nadzór przyjmuje formę bezpośrednią (częściej, gdy jest to nadzór bankowy). W USA powołano odrębne instytucje nadzorujące unie kredytowe. W państwach europejskich obserwuje się włączanie unii kredytowych pod nadzór zintegrowany z uwzględnieniem szczególnych cech tych podmiotów.

³⁶ <http://www.pzv.net.ua/>, dostęp 30 kwietnia 2009 r.

³⁷ Tuw SKOK jest drugim, obok Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, członkiem Europejskiego Forum Ubezpieczycieli Depozytów (ang. *European Forum of Deposit Insurers*).

W odniesieniu do unii kredytowych podkreśla się dodatkowe przesłanki wprowadzania systemów gwarantowania depozytów, w praktyce jednak jedynie w 1/3 państw tego rodzaju mechanizmy wprowadzono.

Gwarantowanie depozytów unii kredytowych może być częścią bankowego systemu gwarancji (takie rozwiązania dominują w Europie) lub zostać zapewnione przez niezależny od bankowego system. Niezależny system ochrony depozytów jest charakterystyczny dla państw Ameryki Północnej. Poziom ochrony jest w takim przypadku konkurencyjny do bankowego, co jest w szczególności sposobem zauważalnym w związku z podwyższaniem poziomu ochrony jesienią 2008 r.

W warunkach kryzysu, polskie spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe podkreślają swoją odrębność wobec sektora bankowego (również w zakresie instytucjonalnych rozwiązań w zakresie bezpieczeństwa) i brak powiązań z międzynarodowym rynkiem finansowym. Przy braku niepokojących sygnałów dotyczących zmian jakości portfela kredytowego, a tym samym sytuacji finansowej tych podmiotów, taka strategia może przynosić korzystne efekty. Jednak wobec ograniczonych możliwości nadzoru właścicielskiego ze strony członków spółdzielczych kas wynikających z regulacji spółdzielczych, a także nieustannie zwiększającego znaczenia tych podmiotów dla gospodarstw domowych, wprowadzenie państwowego nadzoru działalności polskich unii kredytowych pozostaje jedynie kwestią czasu³⁸. Otwarte pozostają jednak pytania dotyczące organizacyjnych rozwiązań mechanizmów bezpieczeństwa dla tych instytucji. Do jakiego stopnia w polskich uniach wykorzystany zostanie model unii kredytowych występujący w państwach północnoamerykańskich, z odrębnymi podmiotami nadzoru i gwarancji depozytów, w jakim zaś, tak jak w znacznej części państw europejskich, włączone zostaną do krajowej sieci bezpieczeństwa, z takimi samymi instytucjami nadzoru i gwarancji depozytów dla różnych typów instytucji depozytowych, ale przy zachowaniu specyfiki unii kredytowych w zakresie regulacji ostrożnościowych.

Literatura

Artykuły naukowe

Cuevas C., Fischer K. P., *Regulation and Supervision of Cooperative Financial Institutions – The Debate over Delegated and Auxiliary Supervision*, Access Finance 2006, No. 12.

Cuevas C., Fischer K. P., *Regulation and Supervision of Cooperative Financial Institutions Issues in Governance, Regulation, and Supervision*, World Bank Working Paper No 82.

³⁸ Jak podkreślano już wcześniej, prace legislacyjne trwają.

- Gallardo J., Ouattara K., Randhawa B., Steel W. F., *Comparative review of Microfinance Regulatory Framework Issues in Benin, Ghana, and Tanzania*, World Bank Policy Research Working Paper 3585, April 2005.
- Hannafin K. M. G., McKillop D. G., *Deposit insurance and credit unions: an international perspective*, „Journal of Financial Regulation and Compliance” 2007, Vol. 15, No 1.
- Obal T., *Teoretyczne aspekty systemu gwarantowania depozytów*, „Bezpieczny Bank” 2004, Nr 2.
- Pawlikowski A., *Polski system gwarantowania depozytów na tle rozwiązań zastosowanych w innych państwach UE*, NBP Materiały i Studia, Nr 193, Warszawa 2005.
- Ryder N., *The Financial Services Authority and credit unions – A New era in regulation*, „Journal of Financial Regulation and Compliance” 2003, Vol 11, No 3.
- Szczepańska O., *Podstawowe przesłanki, założenia i struktura sieci bezpieczeństwa finansowego w świetle teorii i doświadczeń międzynarodowych*, „Bezpieczny Bank” 2005, Nr 1.
- Zdanowska B., *Podstawowe dylematy i kryteria wyboru formuły systemu gwarantowania depozytów w świetle teorii i doświadczeń międzynarodowych*, „Bezpieczny Bank” 2007, Nr 1.

Wydawnictwa zwarte

- Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe charakterystyka, rozwój, otoczenie*, Biblioteka kwartalnika naukowego „Pieniądze i Więź” Fundacja na rzecz Polskich Związków Kredytowych, Sopot 2007.
- Szambelańczyk J., *Banki spółdzielcze w Polsce w procesach zmian systemowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006.

Materiały elektroniczne

- Cuevas C., *Findings from World Bank Global Survey of Cooperative Financial Institutions and Best Practices in Governance*, Prezentacja na konferencji Banku Światowego Waszyngton 10-11 kwietnia 2007 r. <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/WBI/WBIPROGRAMS/FSLP/0,,contentMDK:21130528~pagePK:64156158~piPK:64152884~theSitePK:461005,00.html>, dostęp 30 kwietnia 2009 r.
- Guide to International Credit Union Legislation*, WOCCU 2005, <http://www.woccu.org/bestpractices/legreg>, dostęp 20 kwietnia 2009 r.
- Model law for credit unions*, Madison (USA) 2005 r., <http://www.woccu.org/bestpractices/legreg>, dostęp 20 kwietnia 2009 r.
- Przegląd zasad i praktyki działania wybranych systemów unii kredytowych i spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych w Polsce*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2008, s. 3 http://www.knf.gov.pl/Images/skoki_17.10.08_tcm20-9110.pdf, dostęp 20 kwietnia 2009 r.
- Światowe Stowarzyszenie Ubezpieczycieli Depozytów*, http://www.iadi.org/List%20of%20Countries%20with%20a%20Deposit%20Insurance%20System/List_of_countries_with_a_DIS_MCC_1_May08_Final.pdf, dostęp 24 sierpnia 2008 r.
- Walter J. R., *Not Your Father's Credit Union*, Economic Quarterly, Federal Reserve Bank of Richmond, Volume 92/4, Fall 2006, s. 367 <http://www.richmondfed.org/publica->

tions/economic_research/economic_quarterly/pdfs/fall2006/walter.pdf, dostęp 24 sierpnia 2008 r.

www.fiscalagents.com/newsitems/cdic_depositprotection.shtml, dostęp 30 kwietnia 2009 r.

Artur Stefański

Wyższa Szkoła Bankowa
w Poznaniu

Emilia Stola

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego
w Warszawie

Wahania kursów walutowych a bezpieczeństwo działalności banków

***Streszczenie.** Celem opracowania jest oszacowanie oraz ocena związków między bezpieczeństwem banków komercyjnych a zmianami kursów podstawowych walut światowych. Podjęte badania w tym zakresie pozwolą sprawdzić, czy istnieje zależność statystyczna między współczynnikiem wypłacalności, odzwierciedlającym poziom bezpieczeństwa banku, oraz udziałem należności nieregularnych w wolumenie kredytów walutowych a zmianami kursów walutowych. Do analizy wybrano jeden z banków komercyjnych, działających w polskim sektorze bankowym. W opracowaniu wykorzystano dane miesięczne za okres 18 miesięcy, począwszy od grudnia 2007 r. do czerwca 2009 r.*

Na podstawie przeprowadzonych analiz można stwierdzić, że między poziomem walutowych kredytów nieregularnych a kursami walutowymi występuje silny, prawie liniowy związek. Można zatem stwierdzić, że wraz ze wzrostem kursu zarówno euro, jak i dolara następuje zwiększenie kredytów niespłaconych z opóźnieniem około 3 miesięcy. W przypadku zmiennej – współczynnik wypłacalności, istotny wpływ miały kursy euro i dolara z opóźnieniem półrocznym, w korelacji ujemnej. Tak więc wzrost kursów walutowych powoduje spadek poziomu współczynnika wypłacalności analizowanego banku z opóźnieniem około 6 miesięcy i na odwrót.

1. Wstęp

Celem opracowania jest oszacowanie oraz ocena związków między bezpieczeństwem banków komercyjnych a zmianami kursów podstawowych walut

światowych. Podjęte badania w tym zakresie pozwolą sprawdzić, czy istnieje zależność statystyczna między współczynnikiem wypłacalności, odzwierciedlającym poziom bezpieczeństwa banku, oraz udziałem należności nieregularnych w wolumenie kredytów walutowych a zmianami kursów walutowych. Do analizy wybrano jeden z banków komercyjnych, działających w polskim sektorze bankowym. Za podstawowe waluty uznano dolar amerykański (USD) oraz euro (EUR).

W analizie relacji bezpieczeństwo banków a zmiany kursów walutowych dokonany zostanie pomiar oraz ocena siły oraz kierunku powiązań pomiędzy przyjętymi zmiennymi. W tym celu zastosowane zostaną klasyczne narzędzia statystyczne mierzące współzależność czynników, a mianowicie: współczynniki korelacji liniowej Pearsona oraz współczynniki korelacji wielorakiej. Ponadto do oceny stopnia wzajemnego wpływu zmiennych na siebie, przeprowadzona została analiza regresji krokowej – standardowej – na podstawie której oszacowany zostanie jednorównaniowy model regresji wielorakiej. Do budowy modelu wykorzystano zmienną zależną (objaśnianą), za którą przyjęto poziom współczynnika wypłacalności w wybranym banku komercyjnym oraz zmienne niezależne, mogące mieć częściowy wpływ na poziom współczynnika wypłacalności wybranego banku¹, które eliminowane będą w zależności od dopasowania danych². Przeprowadzona zostanie również analiza wariancji dopasowania danych do modelu oraz zbadana autokorelacja składników resztowych estymowanego modelu. W opracowaniu wykorzystano dane miesięczne. Za okres badawczy przyjęto czas 18 miesięcy, począwszy od grudnia 2007 r. do czerwca 2009 r.

Dane empiryczne w opracowaniu pochodzą z raportów wynikowych wybranego banku komercyjnego oraz od Komisji Nadzoru Finansowego³ (KNF). Wszystkie obliczenia zostały wykonane z wykorzystaniem programu STATISTICA 8.

2. Wpływ kryzysu finansowego na działalność banków

Kryzysy finansowe wywołujące stagnację oraz recesję gospodarczą od wieków stanowiły nierozdzielalną część rzeczywistości ekonomicznej świata. Wraz z postępującą globalizacją rynków finansowych, zwiększyła się zarówno

¹ Wybrane zmienne niezależne (objaśniające) do modelu – kursy walut z miesiąca równoległego oraz kursy walut z przesunięciem czasowym o 1, 2, 3 oraz 6 miesięcy.

² Zastosowano regularyzującą danych z wykorzystaniem regresji krokowej standardowej, wyłączając z modelu kolejno zmienne objaśniające o najwyższym poziomie istotności p dla równania.

³ Dane dotyczące kursów walutowych.

liczba kryzysów, jak również ich zasięg⁴. Ostatnim z największych załamania gospodarczych był „globalny kryzys finansowy 2008”, który rozpoczął się Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej. Do przyczyn tego kryzysu zalicza się przede wszystkim zbyt łagodną politykę monetarną rządu amerykańskiego, której efektem były m.in. niskie stopy procentowe, kształtujące się na poziomie około 1% rocznie⁵. Tak niskie oprocentowanie spowodowało wzmożony popyt na kredyty. Dodatkowo mało restrykcyjna polityka kredytowa banków amerykańskich sprzyjała wzrostowi należności kredytowych typu *subprime*. Nieuzasadniony wzrost cen nieruchomości oraz podwyżka stóp procentowych w 2006 r. o 4,25 pkt proc. spowodowały pęknięcie amerykańskiej bańki, której skutkiem był spadek zarówno popytu na nieruchomości, jak i ich cen⁶. Ponadto część kredytobiorców zaprzestała spłacać zadłużenie, przez co banki przejmowały nieruchomości, wystawiając je na sprzedaż. Praktyka ta dodatkowo zwiększyła podaż nieruchomości, obniżając ich ceny oraz zwiększając udział kredytów straconych w portfelach banków. Za początek kryzysu *subprime* uważany jest sierpień 2007 r., kiedy amerykański bank centralny po raz pierwszy od wielu lat zmuszony był do interwencji w celu przywrócenia płynności na rynku bankowym⁷. Także upadek jednego z większych amerykańskich banków inwestycyjnych – Lehman Brothers, 15 września 2008 r. – efektem domina spowodował załamanie światowych rynków kredytowych oraz giełd papierów wartościowych. W celu utrzymania stabilności systemów bankowych, rządy większości krajów podjęły decyzję o dofinansowaniu tych instytucji⁸, które w swych portfelach posiadały tzw. toksyczne aktywa⁹. W konsekwencji działania te wpłynęły na pogorszenie wizerunku i wyników finansowych banków, także tych działających w polskim sektorze bankowym.

Sytuacji na polskim rynku bankowym nie można raczej określić mianem kryzysu finansowego, mimo zdecydowanego spowolnienia gospodarczego¹⁰, chociaż nie sposób nie zauważyć krótkookresowych znacznych perturbacji, szczególnie w obszarze płynności. Amerykański kryzys nasilił recesję na świe-

⁴ P. Arestis, M. Baddeley, J. McCombie, *What Global Economic Crisis?*, Palgrave Macmillan, New York 2004, p. 29.

⁵ Obniżka stóp procentowych w USA nastąpiła w czerwcu 2003 r., z poziomu 6,5 do 1%.

⁶ M. Zaleska, A. Jurowski, *Przyczyny i skutki*, „Gazeta Bankowa” 2009, nr 4.

⁷ W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009, s.25.

⁸ W największym stopniu proces ten w Europie dotyczy takich krajów, jak: Belgia, Holandia, Francja, Luksemburg, Austria, Islandia, Niemcy, Irlandia.

⁹ Toksyczne aktywa (ang. *toxic assets*) – papiery wartościowe, których wartość znacząco spała oraz dla których nie istnieje rynek, stąd brak rynkowego popytu na ten rodzaj papierów.

¹⁰ K. Brzozowska, *Reperkusje kryzysu finansowego w USA w polskim systemie bankowym*, w: K. Brzozowska, S. Flejterski, *Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Bankowość*, Zeszyty Naukowe nr 548 „Ekonomiczne problemy usług” nr 38, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2009, s. 22.

cie i w konsekwencji wahania kursów walutowych. W Polsce zmiana kursów była efektem osłabienia złotego. Wzrost kursów walutowych szczególnie odbił się na klientach banków posiadających kredyty i inne instrumenty dłużne w obcych walutach. Konsekwencją wahań kursowych było m.in. zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów przez banki komercyjne oraz wzrost ich ceny zarówno dla podmiotów gospodarczych, jak i gospodarstw domowych w III kwartale 2008 r.

3. Bezpieczeństwo działalności banków

Sektor bankowy, głównie ze względu na funkcje, jakie pełni w gospodarce, traktowany jest jako dobro publiczne, z którego działalności społeczeństwo czerpie większe korzyści od właścicieli przedsiębiorstw bankowych¹¹. Na bankach ciąży także odpowiedzialność ekonomiczno-społeczna, związana z realizacją funkcji społecznych, nakierowanych na zapewnienie dobrobytu społecznego¹², poprzez udostępnianie pieniądza. Pełniąc funkcję pośrednika finansowego, banki dokonują transformacji zarówno podmiotowej, jak i czasowej środków finansowych i tym samym wpływają na gospodarkę kraju. W przypadku kryzysu bankowego wszelkie procesy finansowe ulegają zakłóceniu, skutkiem czego może być spowolnienie, recesja, a w skrajnej sytuacji nawet paraliż systemowy całej gospodarki. Większe ryzyko drastycznego załamania występuje w strukturze, gdzie istnieje niewielkie zróżnicowanie przedsiębiorstw bankowych. Wówczas wstrząs związany z upadłością jednego z nich jest relatywnie silny i może dotyczyć stosunkowo dużej części sfery gospodarki¹³.

Zaufanie do systemu bankowego ma istotne znaczenie dla całej gospodarki. Niektóre modele potwierdzają tezę, że w dłuższym okresie zaufanie do sektora bankowego może podnieść efektywność całego systemu finansowego, zwiększyć inwestycje, a nawet zintensyfikować wzrost gospodarczy i odwrotnie¹⁴. Stąd system wymaga zdecydowanie bardziej restrykcyjnych reguł, aniżeli większość innych sektorów w gospodarce. Ta restrykcyjność wyraża się przede wszystkim w parametrach ograniczających jego swobodne funkcjonowanie w gospodarce. Sektor bankowy jest także przykładem rynku spornego, w którym istnieją barie-

¹¹ J. Szambelańczyk, *System gwarantowania depozytów a zachowania deponentów i banków (doświadczenia polskie i zagraniczne)*, „Bezpieczny Bank” 1998, nr 2/3.

¹² D. Korenik, *Odpowiedzialność banku komercyjnego. Próba syntezy*, Difin, Warszawa 2009, s. 19.

¹³ T. Obal, *Teoretyczne aspekty systemu ochrony depozytów*, „Bezpieczny Bank” 2004, nr 2.

¹⁴ Por. B. Janik, *System rekompensat dla inwestorów giełdowych w Polsce na tle rozwiązań zagranicznych*, Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, Poznań-Gdańsk, 2007, s. 35-36.

ry wejścia na rynek, jak i ograniczenia w swobodnym wyjściu z rynku. Bariery ograniczające swobodę dostępu do rynku bankowego można podzielić na¹⁵:

- bariery ekonomiczne – związane z koniecznością zgromadzenia funduszy własnych we właściwej wysokości oraz z koniecznością posiadania pomieszczeń wyposażonych w odpowiednie urządzenia techniczne, które należy zapewnić bezpieczeństwo przechowywanych w banku wartości,
- bariery administracyjne – związane z koniecznością uzyskania stosownego zezwolenia na prowadzenie działalności bankowej,
- bariery organizacyjne – związane z dopuszczalną prawną formą organizacji przedsiębiorstwa bankowego.

Bank jest instytucją zaufania publicznego, a sektor bankowy stanowi swoisty barometr sytuacji gospodarczej kraju. Wydaje się zatem niedopuszczalne, aby działalność bankowa nie podlegała ścisłej kontroli ze strony naczelnych organów władzy państwowej, m.in. dlatego, by zachwianie sytuacji banków nie prowadziło bezpośrednio do osłabienia innych sektorów gospodarki. Stąd na banki został nałożony obowiązek wielopłaszczyznowego raportowania, jak również zakres i rozmiary działalności operacyjnej są w znacznym stopniu kształtowane przez przepisy prawa.

Do instrumentów oddziaływania państwa na banki przede wszystkim zalicza się regulacje ostrożnościowe (tab. 1). Można je określić jako normy prawne ograniczające ryzyko (inaczej parametry bezpieczeństwa), jakie ponoszą przedsiębiorstwa bankowe podczas prowadzenia działalności operacyjnej. Regulacje ustalają granice bezpieczeństwa, których przełamanie mogłoby narazić zdeponowane w banku środki pieniężne na zbyt wysokie ryzyko ich utraty.

Limity koncentracji wierzytelności i zaangażowań na transakcjach zawartych lub denominowanych w walucie obcej uzależnione są od zmian kursów walutowych. Wzrost kursu walutowego powoduje pogorszenie wskaźników koncentracji, przy założeniu, że fundusze własne pozostają bez zmian. Takie upraszczające założenie dotyczące niezmienności funduszy własnych jednak w praktyce występuje niezwykle rzadko. Nawet przy dodatkowym założeniu o niezmienności innych parametrów, poza kursem walutowym, kwota funduszy własnych także może ulec zmianie. Wynika to ze struktury rachunku tego rodzaju funduszy, w których także znajdują się pozycje uwarunkowane wahaniami kursowymi, jak na przykład zobowiązania podporządkowane. Jednak konstrukcja rachunku funduszy własnych powoduje, że ich zmiany wywołane wahaniami kursów są w praktyce znikome. Przyjmując zatem upraszczające założenie o niezmienności funduszy własnych, wzrost kursu walut jest czynnikiem powodującym pogorszenie wskaźników koncentracji.

¹⁵ A. Stefański, *Rola kwalifikacji analityków w zarządzaniu ryzykiem kredytowym w bankach*, Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, Poznań 2006, s. 21.

Tabela 1. Przegląd podstawowych norm ostrożnościowych

Regulacja	Obszar ryzyka	Źródła prawa	Cel
Limit koncentracji wierzytelności	Ryzyko kredytowe – niewypłacalności kontrahenta	Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe art. 71	Dywersyfikacja portfela kredytowego i zmniejszenie uzależnienia od pojedynczych podmiotów
Wskaźniki płynności	Ryzyko płynności	Uchwała nr 386/2008 KNB z 17 grudnia 2008r. w sprawie ustalenia wiążących banki norm płynności	Ograniczanie ryzyka płynności banku
Rezerwy celowe	Ryzyko kredytowe – niewypłacalności kontrahenta	Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 16 grudnia 2008 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków	Kompensacja strat (finansowanie wewnętrzne ryzyka) z tytułu posiadanych aktywów
Współczynnik wypłacalności	Ryzyko kredytowe, rynkowe i operacyjne	Ustawa z dnia 29 sierpnia 2007 r. Prawo bankowe art. 128.	Ograniczanie całościowej ekspozycji banku na ryzyko

Źródło: Opracowanie własne.

Warto zauważyć, że praktyce bankowej do oceny banku nie korzysta się z miar bezpośrednio bazujących na wskaźniku koncentracji, który w sposób pośredni znajduje swoje odzwierciedlenie we współczynniku wypłacalności oraz w wymogach kapitałowych z tytułu ewentualnych przekroczeń wskaźników koncentracji. Wskaźniki koncentracji, mimo że obrazują ryzyko kredytowe i wskazują na jego zmiany, nie są powszechnie wykorzystywane w procesach analitycznych, poza zainteresowanym bankiem, co wynika z utrudnionego dostępu do danych.

Na płynność finansową banków wpływa wiele czynników. Jednym z nich są wahania kursów walutowych, które w bezpośredni sposób wpływają na wysokość zobowiązań i należności wyrażonych w walucie krajowej. Skala tego wpływu zależy zarówno od rozpiętości wahań kursu, jak i od wartości oraz rodzaju otwartej pozycji walutowej. W przypadku pozycji długiej wzrost kursu walutowego pozytywnie (przy założeniu braku trudności z wyegzekwowaniem należności) wpływa na płynność banku, w przypadku pozycji krótkiej zaś ten wpływ będzie negatywny. Wskaźnikiem, który może ilustrować wpływ kursu

walutowego na bezpieczeństwo banku może być także udział należności nieregularnych, jednak przy przeprowadzeniu oddzielnej analizy portfeli w walucie krajowej i walutach obcych, ponieważ rosnące kursy walut dotyczą głównie klientów korzystających z kredytów w walutach obcych lub do nich denominowanych. Można zatem założyć, że wzrastające kursy walutowe powodują, iż odsetek należności nieregularnych w wolumenie kredytów walutowych będzie wzrastał, a do tego wzrost ten będzie szybszy niż wśród kredytów w walucie krajowej.

Znaczenie zmiany kursu walutowego w kształtowaniu wartości współczynnika wypłacalności nie jest bezpośrednie, a jednocześnie jest to mechanizm złożony. Kurs walutowy może wpływać na poszczególne elementy współczynnika wypłacalności. Na przykład na omawiany wcześniej wskaźnik koncentracji, który poprzez wzrost wymogu kapitałowego z tytułu jego przekroczenia negatywnie wpływa na wartość współczynnika. Fakt, że bank ma otwarte pozycje walutowe może spowodować, iż zmiana kursów walut zwiększy całkowitą pozycję walutową, przez co zwiększony zostanie wymóg z tytułu ryzyka walutowego, co w konsekwencji także powinno negatywnie wpłynąć na współczynnik wypłacalności. Dodatkowo poprzez wzrost zobowiązań podporządkowanych w walucie obcej mogą się zwiększyć fundusze własne banku, co z kolei powoduje wzrost współczynnika wypłacalności. Rozważania te zakładają jednak sytuację statyczną, a przecież równoległe do tych procesów bank podejmuje inne aktywności, które mogą zakłócić tę relację. Ponadto zdarzenia zwiększające i zmniejszające wartość współczynnika wypłacalności mogą zachodzić w tym samym czasie. Jednak biorąc pod uwagę strukturę bilansu banków w Polsce można stwierdzić, że zdarzeń negatywnie wpływających na współczynnik wypłacalności (na skutek wahań kursów) jest znacznie więcej niż wpływów pozytywnych. A zatem uprawniona wydaje się teza, że wzrost kursów walutowych powoduje spadek wartości współczynnika wypłacalności i odwrotnie, spadek kursów walutowych powinien poprawić poziom współczynnika wypłacalności.

4. Kursy walut a jakość portfela kredytowego i poziom współczynnika wypłacalności – wyniki badań

Do zbadania związków między wpływem zmian kursów walutowych (EUR – zmienna X_1 , USD – zmienna X_2)¹⁶ na poziom współczynnika wypłacalności (zmienna Y_1) oraz udział należności nieregularnych w portfelach kredytów wa-

¹⁶ Kolejne zmienne dotyczące kursów USD i EUR z przesunięciem czasowym oznaczono jako X_{1-t} oraz X_{2-t} .

lutowych (zmienna Y_2) wykorzystano klasyczne narzędzia statystyczne mierzące współzależność czynników, tj. współczynniki korelacji Pearsona, współczynniki korelacji cząstkowej oraz współczynnik regresji wielorakiej.

W wybranym do analizy statystycznej banku komercyjnym występuje długa pozycja walutowa. Oznacza to, że wzrost kursów walutowych powoduje, iż do banku wpływa wyższa kwota środków pieniężnych w walucie krajowej, kosztem kredytobiorców, którym raty kredytów wyrażone w walucie krajowej będą wzrastały. Jednak równolegle istnieje ryzyko kredytowe pojedynczych transakcji, wynikające z tego, że rosnące raty kredytowe na skutek wzrostu kursu walut spowodują utratę zdolności kredytowej przez kredytobiorców. Tak więc mimo oczekiwanego wpływu, który potencjalnie powinien poprawić płynność banku, wpływ ten nie nastąpi, co spowoduje, że pozycja płynności pogorszy się. Jeżeli to indywidualne ryzyko kredytowe zacznie dotyczyć większej liczby klientów, pogorszy się również wskaźnik udziału należności nieregularnych w wolumenie kredytowym. Jednocześnie zwiększy się kwota tworzonych rezerw celowych, choć z kolei ten efekt zależeć będzie także od przyjętego przy konkretnych transakcjach zabezpieczenia prawnego spłaty.

Pierwszym etapem analizy było oszacowanie współczynników korelacji liniowej Pearsona (r_{xy}), który mierzy siłę zależności cech pomiędzy sobą (tab. 2). Ze względu na siłę związku między cechami współczynnik korelacji Pearsona można interpretować następująco¹⁷:

- $0 \leq |r| < 0,2$ – brak zależności między zmiennymi,
- $0,2 \leq |r| < 0,5$ – występuje słaba zależność,
- $0,5 \leq |r| < 0,75$ – średnia siła związku korelacyjnego,
- $0,75 \leq |r| \leq 1$ – związek prawie liniowy.

Najwyższe wartości współczynników Pearsona występowały w przypadku zmiennej Y_2 oraz zmiennych charakteryzujących poziom kursów walutowych. Wysokie wartości tego współczynnika przy zmiennych X_{1-t} oznaczają występowanie istotnych statystycznie¹⁸ prawie liniowych zależności pomiędzy analizowanymi zmiennymi. Tak więc zmiany kursu euro w przesunięciu o 1, 2 oraz 3 miesiące (odpowiednio: 0,75; 0,83; 0,89) oraz zmiany kursu dolara w opóźnieniu o 2, 3 i 6 miesięcy (0,78; 0,87 oraz 0,79) silnie wpływają na poziom walutowych kredytów nieregularnych. Współczynniki Pearsona przy pozostałych zmiennych dotyczących kursu euro charakteryzują się słabą zależnością ze zmienną Y_2 . Dodatkowo wszystkie przedstawione współczynniki korelacji liniowej między tymi zmiennymi charakteryzują się dodatnim znakiem przed wartością współczynnika Pearsona, co

¹⁷ F. Wysocki, J. Lira, *Statystyka Opisowa*, Akademia Rolnicza w Poznaniu, Poznań 2003, s. 95-98.

¹⁸ W programie STATISTICA 8 wnioskowanie o istotności współzależności dwóch zmiennych odbywa się na podstawie wartości p .

świadczy o dodatniej korelacji między tymi zmiennymi. Tak więc wraz ze wzrostem wartości kursów euro i dolara, poziom niespłaconych kredytów w walucie powinien ulec zwiększeniu.

Tabela 2. Wartości współczynników korelacji liniowej Pearsona dla badanych zmiennych

	X_1	X_2	X_{1-t}	X_{2-t}	X_{1-t}	X_{2-t}	X_{1-t}	X_{2-t}	X_{1-t}	X_{2-t}
			$t^* = 1$	$t = 1$	$t = 2$	$t = 2$	$t = 3$	$t = 3$	$t = 6$	$t = 6$
Y_1	0,1928	0,3557	0,0514	0,1994	-0,1413	-0,0539	-0,3728	-0,3094	-0,6148**	-0,5841
Y_2	0,5567	0,4139	0,7577	0,5888	0,8535	0,7879	0,8950	0,8719	0,4962	0,7908

*) przesunięcie w czasie (t liczba miesięcy);

**) oznaczone współczynniki są istotne dla $p < 0,05$.

Źródło: Opracowanie własne.

W przypadku zmiennej Y_1 , istotny statycznie wpływ miały zmienne z opóźnieniem półrocznym, zarówno w przypadku kursu euro, jak i dolara (odpowiednio: -0,61 oraz -0,58). Wartość tych współczynników wskazuje na średnią zależność pomiędzy tymi zmiennymi. Natomiast ujemny znak świadczy o tym, że spadek kursów walutowych powoduje wzrost poziomu współczynnika wypłacalności w przeciągu około 6 miesięcy.

W celu zmierzenia wpływu analizowanych czynników na siebie zastosowano współczynnik korelacji wielorakiej (R) oraz współczynnik determinacji (R^2). Współczynnik R stosowany jest jako miara siły związku pomiędzy badaną cechą Y oraz łącznym wpływem pozostałych cech X_1, X_2, \dots, X_n . Współczynnik ten jest zawsze dodatni i przyjmuje wartości z przedziału [0, 1]. Z kolei współczynnik R^2 informuje, jaka część zmienności zmiennej zależnej (objaśnianej – Y) zdefiniowany jest poprzez kształtowanie się zmiennych niezależnych (objaśniających – X_1, X_2, \dots, X_n). W przypadku zmiennej Y_1 , analizowane współczynniki wyniosły odpowiednio 0,9 oraz 81%. Wysoka wartość R (0,9) wskazuje na bardzo silny związek pomiędzy współczynnikiem wypłacalności analizowanego banku a zmiennymi charakteryzującymi kursy dolara i euro. Natomiast stosunkowo wysoki poziom współczynnika determinacji określa zmienność współczynnika wypłacalności poprzez zmiany kursów walutowych w 81%. Zmienna Y_2 definiująca udział kredytów nieregularnych w walucie, za pomocą kształtowania się kursów euro i dolara, charakteryzuje się współczynnikami R oraz R^2 na poziomie 0,99 i 99%, co wskazuje na bardzo silne powiązania pomiędzy przyjętymi zmiennymi. Dodatkowo wysoka wartość R^2 (99%) świadczy o tym, że zmienność poziomu niespłaconych kredytów walutowych można zdefiniować jedynie zmiennością kursów euro i dolara. Pozostałe 1% obejmuje przede wszystkim wpływ czynników losowych.

Do weryfikacji tezy o istnieniu związku pomiędzy poziomem współczynnika wypłacalności w bankach komercyjnych a zamianami podstawowych kursów walutowych została przeprowadzona analiza korelacji wielorakiej. Do zmierzenia siły i kierunku zależności pomiędzy wybranymi zmiennymi zastosowano klasyczne miary statystyczne, które odzwierciedlają współzależność przyjętych do analizy zmiennych, tj. współczynnik korelacji cząstkowej (R). Oszacowano również model ekonometryczny, definiujący zmienność poziomu współczynnika wypłacalności zmiennością wybranych czynników kształtujących go.

W celu określenia stopnia zmienności współczynnika wypłacalności (WW) oszacowano jednorównaniowy model regresji wielorakiej, sprowadzony do następującej postaci:

$$Y = \alpha_{Y_1} X_1 + \alpha_{Y_2} X_2 + \dots + \alpha_{Y_k} X_k + \xi,$$

gdzie $\alpha_{Y_1}, \alpha_{Y_2}, \dots, \alpha_{Y_k}$ są parametrami strukturalnymi funkcji regresji wielorakiej, a ξ składnikiem losowym¹⁹. Do szacowania parametrów strukturalnych zastosowano klasyczną metodę najmniejszych kwadratów (KMNK). Po przeprowadzeniu procedury regresji krokowej, model wynikowy uzyskał następującą postać:

$$\widehat{WW} = 0,12 + 0,01 \times EUR_0 - 0,01 \times USD_3 - 0,01 \times EUR_6 + 0,02 \times USD_6$$

Oszacowane parametry modelu wynikowego zostały zawarte w tabeli 3. Współczynnik regresji cząstkowej $\alpha_{Y_1} = 0,0096$ oznacza, że na każdy 1% wzrost bieżącego kursu euro (EUR) przypada przeciętny wzrost współczynnika wypłacalności w wybranym banku, przy zachowaniu zasady stałości pozostałych parametrów w równaniu. Ocena punktowa wyżej wymienionego parametru występuje w modelu ze średnim losowym błędem równym $\pm 0,0031$, co oznacza możliwość pomyłki w ustaleniu współczynnika wypłacalności średnio o 0,3%. Drugi z szacowanych współczynników regresji cząstkowej, $\alpha_{Y_2} = -0,0141$, wskazuje, iż przeciętny wzrost zmiennej zależnej, spowodowany jest spadkiem kursu dolara z przesunięciem o 3 miesiące, przy założeniu stałości pozostałych parametrów. Współczynnik ten występuje z oceną punktową na poziomie około $\pm 0,5\%$. Kolejne parametry były przy zmiennych kursach euro i dolara z przesunięciem o 6 miesięcy, które odpowiednio wynosiły $-0,01$ oraz $0,02$ ze średnim błędem pomyłki o około $\pm 0,75\%$.

Analiza dobroci dopasowania danych do modelu została przeprowadzona przy wykorzystaniu współczynnika determinacji (R^2). W badanym modelu współczynnik ten wynosił 0,41. Oznacza to, że zmienność poziomu współczynnika wypłacalności w przyjętym banku jest wyjaśniona przez model w 41,25%.

¹⁹ A. Luszniwicz, T. Słaby, *Statystyka. Teoria i zastosowanie*, C.H. Beck, Warszawa 2003, s. 252.

Pozostałe 58,75% zmienności tej kategorii, w tym składniki losowe, nie zostały uwzględnione w szacowanym modelu. Dostyc niski poziom tego wskaźnika, wynika z małej liczby oraz braku zróżnicowania zmiennych uwzględnionych w tym modelu. Błąd standardowy estymacji ukształtował się na poziomie 0,0027. Wskazuje to o możliwości pomyłki w ustaleniu poziomu współczynnika wypłacalności średnio o +/- 0,27% miesięcznie.

Tabela 3. Wyniki analizy regresji liniowej wielorakiej dla zmiennej zależnej – współczynnik wypłacalności

N=19	R = 0,6421 Wartość $p < 0,0941$ R ² = 0,4125 Błąd standardowy estymacji (Bł. std.) = 0,0027 Skorygowany R ² = 0,2445					
	BETA ²⁰	Bł. std. BETA	B	Bł. std. B	t(10)	Poziom p
W. wolny	-	-	0,1217	0,0205	5,94	0,0001
PLN/EUR	1,5544	0,6191	0,0096	0,0031	2,51	0,0249
PLN/USD - 3	-2,1851	0,7648	-0,0141	0,0050	-2,86	0,0127
PLN/EUR - 6	-0,7568	0,5174	-0,0108	0,0074	-1,46	0,0657
PLN/USD - 6	1,7343	0,6945	0,0191	0,0077	2,50	0,0256

Źródło: Obliczenia własne na podstawie szacowanego modelu.

Do zbadania istotności łącznego efektu oddziaływania zmiennych niezależnych (X_1, X_2, X_3, X_4) na zmienną zależną – współczynnik wypłacalności (Y), przeprowadzono analizę wariancji. Do weryfikacji hipotezy zerowej o istotności wyżej wymienionego efektu oddziaływania wykorzystano test Fishera–Snedecora (F). Statystyka F wynosiła w tym przypadku 2,45 dla stopni swobody równych odpowiednio $s_1 = 4$ oraz $s_2 = 14$. Wartość testu znajduje się poza zbiorem odrzucenia H_0 , a więc łączne oddziaływanie zmiennych niezależnych na siebie jest istotne statystycznie.

W celu stwierdzenia występowania zjawiska autokorelacji składników losowych oszacowanego modelu regresji wielorakiej przeprowadzono test Shapiro-Wilka ($S-W$). Normalność rozkładu reszt estymowanego modelu analizowano w formie addytywnej jako hipotezę zerową (H_0) z założeniem o normalności rozkładu oraz braku zjawiska autokorelacji. Równocześnie sformułowano hipotezę przeciwną – alternatywną (H_1). Do zweryfikowania postawionych hipotez posłużono się wartością p , przyjmując za kryterium poziom istotności $\alpha=0,05$. Przy $n = 19$, wartość poszukiwanej statystyki $S-W$ wyniosła 0,9563, z poziomem

²⁰ Współczynnik BETA – współczynnik po standaryzacji wszystkich zmiennych do średniej 0 i odchylenia standardowego równego 1. W praktyce wielkości BETA pozwalają na porównywanie różnego rodzaju zmiennych niezależnych w danym modelu

wartości p równej 0,69, a więc zdecydowanie wyższej od przyjętego poziomu krytycznego 0,05. Tak więc parametry istotnie różniły się od zera, stąd brak podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej o braku zjawiska autokorelacyjnego. Do potwierdzenia braku występowania zjawiska autokorelacji reszt oszacowanego modelu zastosowano również test Durбина-Watsona (D-W). Wartość statystyki D-W wyniosła 1,81, tak więc przy 19 stopniach swobody oraz $\alpha=0,05$ przedział odrzucen hipotezy zerowej o rozkładzie normalnym reszt kształtował się następująco (0,97; 1,78). Statystyka D-W znalazła się w zbiorze nieodrzucon H_0 , zatem brak podstaw do odrzucenia hipotezy o rozkładzie normalnym reszt, stąd można uznać, że na poziomie istotności 0,05, zaobserwowane zjawisko autokorelacji składników resztowych miało charakter czysto losowy.

5. Wnioski

Celem opracowania było zbadanie występowania zależności między bezpieczeństwem banków komercyjnych a wahaniami kursów podstawowych walut światowych – dolara amerykańskiego oraz euro. Bezpieczeństwo banków zostało zdefiniowane za pomocą poziomu współczynnika wypłacalności oraz udziału należności nieregularnych w wybranym banku komercyjnym. Na podstawie przeprowadzonej analizy materiałów empirycznych oraz analizy statystycznej sformułowano następujące wnioski:

1. Na skutek kryzysu finansowego z 2008 r. oraz wynikającej z tego globalnej recesji gospodarczej, w tym m.in. wahań kursów walutowych, sytuacja na polskim rynku bankowym zdecydowanie pogorszyła się. W wyniku licznych zaostżeń polityki kredytowej banków komercyjnych nastąpiły trudności w pozyskiwaniu kredytów zarówno przez przedsiębiorców, jak i klientów detalicznych. Jednak mimo zmian w procedurze przyznawania kredytów, wystąpiły wątpliwości co do bezpieczeństwa funkcjonowania banków w polskim sektorze bankowym.
2. Na podstawie przeprowadzonych wyliczeń współczynników korelacji i regresji badających zależność pomiędzy wybranymi zmiennymi można stwierdzić, że pomiędzy poziomem walutowych kredytów nieregularnych a kursami walutowymi występuje silny, prawie liniowy związek. Można zatem stwierdzić, że wraz ze wzrostem kursu zarówno euro, jak i dolara następuje zwiększenie kredytów niespłaconych z opóźnieniem około 3 miesięcy. W przypadku zmiennej – współczynnik wypłacalności, istotny statystycznie wpływ miały kursy euro i dolara z opóźnieniem półrocznym, w korelacji ujemnej. Tak więc wzrost kursów walutowych powoduje spadek poziomu

- współczynnika wypłacalności analizowanego banku z opóźnieniem około 6 miesięcy i na odwrót.
3. Wielowymiarowa analiza regresji potwierdziła poprzednie wyliczenia. Zbudowany model wskazał, iż na poziom współczynnika wypłacalności mają wpływ kursy euro i dolara ze średnim opóźnieniem 6 miesięcy. Wynik analizy wariacji zmiennych zawartych w tym modelu potwierdził statystyczną wybranych kategorii. Ponadto w modelu nie wystąpiło zjawisko autokorelacji reszt, co świadczy o tym, że model ten został zbudowany poprawnie.
 4. Biorąc pod uwagę wyniki analizy danych empirycznych oraz statystycznych, można byłoby stwierdzić prawidłowość wniosku, że wraz ze wzrostem kursów podstawowych walut – euro i dolara – maleje poziom bezpieczeństwa działania banków komercyjnych, przejawiający się w pogorszeniu jakości należności kredytowych w walutach obcych oraz malejącym współczynnikiem wypłacalności. Jednak aby uznać powyższe stwierdzenie za poprawne, należy pamiętać o możliwościach wprowadzenia dodatkowych regulacji prawnych, np. rekomendacje S, S (II) oraz rekomendacja T, które wprowadzane są w celu uniknięcia dekonstrukcji w sektorze bankowym oraz zniwelowania skutków globalnego kryzysu 2008 roku. Należy mieć także na uwadze, że przedstawione analizy dotyczą wyłącznie przedstawiciela sektora bankowego, natomiast by móc wnioski generalizować, niezbędne jest poszerzenie badania w taki sposób, aby próba była reprezentatywna.

Literatura

- Arestis P., Baddeley M., McCombie J., *What Global Economic Crisis?*, Palgrave Macmillan, New York 2004.
- Brzozowska K., *Reperkusje kryzysu finansowego w USA w polskim systemie bankowym*, w: K. Brzozowska, S. Flejterski, *Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Bankowość, Zeszyty Naukowe nr 548 „Ekonomiczne problemy usług” nr 38*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2009.
- Janik B., *System rekompensat dla inwestorów giełdowych w Polsce na tle rozwiązań zagranicznych*, Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, Poznań-Gdańsk, 2007.
- Jóźwiak J., Podgórski J., *Statystyka od podstaw*, PWE, Warszawa 1997.
- Kornik D., *Odpowiedzialność banku komercyjnego. Próba syntezy*, Difin, Warszawa 2009.
- Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Obal T., *Teoretyczne aspekty systemu ochrony depozytów*, „Bezpieczny Bank” 2004, nr 2.

- Stefański A., *Rola kwalifikacji analityków w zarządzaniu ryzykiem kredytowym w bankach*, Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, Poznań, 2006.
- Szambelańczyk J., *System gwarantowania depozytów a zachowania deponentów i banków (doświadczenia polskie i zagraniczne)*, „Bezpieczny Bank” 1998, nr 2/3.
- Wysocki F., Lira J., *Statystyka Opisowa*, Akademia Rolnicza w Poznaniu, Poznań 2003.
- Zaleska M., Jurgowski A., *Przyczyny i skutki*, „Gazeta Bankowa” 2009, nr 4.

Marcin Bartkowiak

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Kryzys finansowy a rynek instrumentów pochodnych w Polsce

***Streszczenie.** W artykule podjęto próbę zbadania rynku instrumentów pochodnych w Polsce i wpływu na ten rynek kryzysu finansowego. Przeanalizowano strukturę i dynamikę rozwoju polskiego rynku derywatów oraz przeprowadzono porównanie z trendami światowymi. Wskazano na główne przyczyny niedorozwoju polskiego rynku instrumentów pochodnych.*

1. Wstęp

Kontrakty terminowe i opcyjnie były zawierane na giełdach towarowych od stuleci. Niektóre źródła literaturowe wspominają nawet o starożytności¹. Historia nowoczesnych finansowych instrumentów pochodnych jest jednak znacznie krótsza. Za jej początek uważa się rok 1973², kiedy to ukazują się dwa, uznawane za przełomowe, artykuły autorstwa Fischera Blacka, Myrona Scholesa³ oraz Roberta Mertona⁴. W ar-

¹ Por. E. J. Swan, *Building the global market. A 4000 Year History of Derivatives*, Kluwer Law International, The Hague 2000.

² K. Jajuga, *Trzydzieści lat nowoczesnej teorii wyceny instrumentów pochodnych*, Uniwersytet Szczeciński, Zeszyty Naukowe nr 389, 2005, s. 55

³ F. Black, M. Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, „Journal of Political Economy” 1973, nr 81, s. 637-659

⁴ Merton R.C. [1973], *Theory of rational option pricing*, „Bell Journal of Economics and Management Science” 1973, nr 4, ss. 141-183

tykułach tych zaprezentowano model wyceny opcji. W tym samym roku zainaugurowano działalność wyspecjalizowanej giełdy kontraktów opcyjnych w Chicago (*Chicago Board Options Exchange*). Od tego czasu nastąpił gwałtowny rozwój rynków instrumentów pochodnych. Obecnie niemal każdy instrument finansowy – akcje, obligacje, indeksy giełdowe, kursy walutowe, stopy procentowe – jest podstawą jakiegoś instrumentu pochodnego. Nawet instrumenty pochodne często stają się bazą kolejnych derywatów. W krajach o rozwiniętych rynkach finansowych powołano do życia wyspecjalizowane giełdy, na których handluje się wyłącznie instrumentami pochodnymi, a większość tradycyjnych giełd poszerzyło swoją ofertę i również umożliwia obrót derywatami. Postępujący rozwój rynku instrumentów pochodnych przejawia się nie tylko w ilościowym wzroście wartości obrotów czy liczbie notowanych kontraktów, ale również w tworzeniu nowych, coraz bardziej skomplikowanych derywatów. Poziom złożoności niektórych instrumentów pochodnych jest na tyle duży, że nawet profesjonalni uczestnicy rynku mają problem z ich analizą czy wyceną. Wielu dziennikarzy i publicystów wskazywało instrumenty pochodne jako główną przyczynę kryzysu finansowego. Z pewnością jest to wizja zbyt uproszczona, źródeł kryzysu można wskazać wiele, jednak kredytowe instrumenty pochodne mają swój udział w wybuchu obecnego kryzysu. W Polsce rynek derywatów jest wciąż słabo rozwinięty, a ponadto kryzys finansowy ma wyłącznie źródła zewnętrzne. Niemniej również w Polsce pojawiły się instrumenty, które wskazywano jako główną przyczynę problemów finansowych polskich przedsiębiorstw – opcje walutowe. Problem stał się na tyle medialny, że próbę jego rozwiązania podjęli politycy.

Celem artykułu jest zbadanie rynku instrumentów pochodnych w Polsce w latach 2007-2008 i wpływu kryzysu finansowego na ten rynek. Praca składa się z dwóch części – w pierwszej poddano analizie rynek instrumentów pochodnych na świecie, a w drugiej, ze względu na odmienną strukturę polskiego rynku derywatów, porównano go z trendami światowymi.

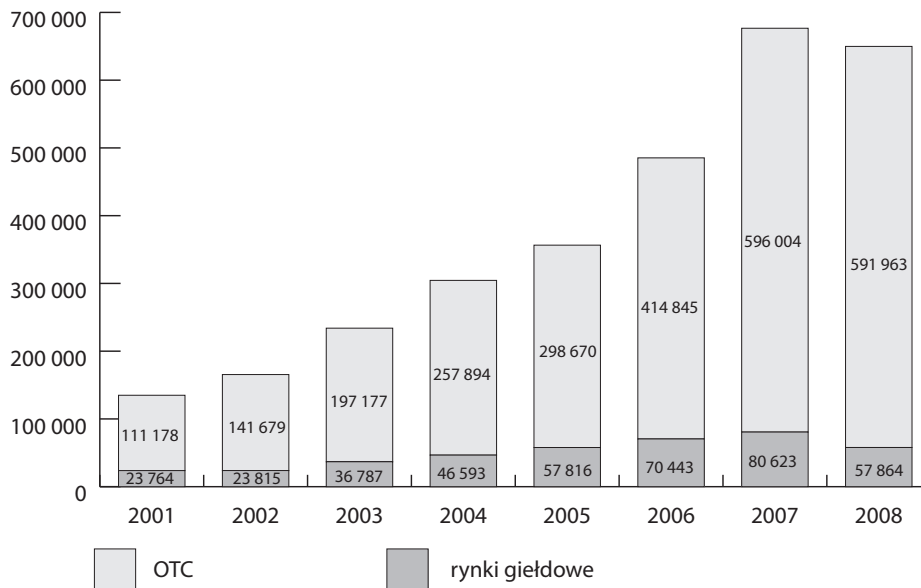
2. Kontrakty terminowe i opcje na świecie

Rynek instrumentów pochodnych dynamicznie się rozwija. Rysunek 1 pokazuje znaczny wzrost wartości emisji, jaki nastąpił w ostatnich latach. Dla rynku pozagiełdowego *over-the-counter market (OTC market)* w latach 2001-2008 wzrost ten wyniósł 532%, a dla rynków regulowanych 243%. Jedynie w roku 2008, ze względu na kryzys finansowy, miało miejsce osłabienie rynku derywatów. Dominującym rynkiem jest rynek *OTC* – wartość znajdujących się w obrocie instrumentów pochodnych na tym rynku jest ponaddziesięciokrotnie większa

niż na rynkach regulowanych. Jako główną przyczynę większej popularności instrumentów rynku *OTC* należy wskazać większą elastyczność tych instrumentów – ich warunki są negocjowane, a przez to lepiej dostosowane do potrzeb inwestorów. Należy zaznaczyć, że spadek wartości emisji w większym stopniu dotknął rynków giełdowych niż *OTC*.

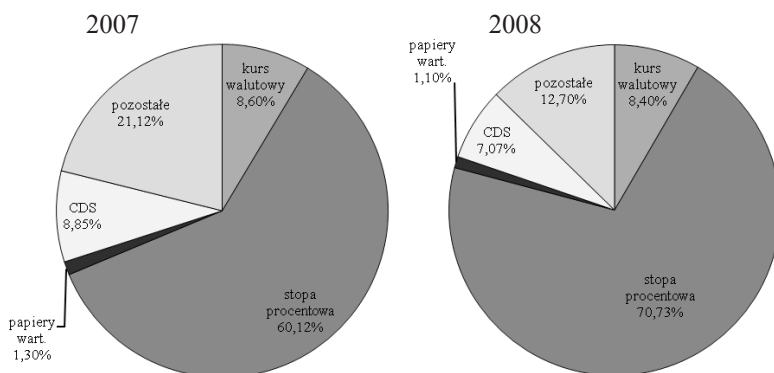
Na rozwój rynku giełdowego (rys. 3) nieco większy wpływ miały kontrakty opcyjne (wzrost o 272% w badanych latach) niż kontrakty terminowe (wzrost o 201%). Ponadto wartość wyemitowanych opcji jest prawie dwa razy większa niż wartość futures. Chwilowa stagnacja, jaka miała miejsce w roku 2002, związana jest z kryzysem na rynkach giełdowych po wydarzeniach 11 września 2001 r. Rok 2008 przyniósł już znaczny spadek.

Zdecydowana większość kontraktów pochodnych na rynkach pozagiełdowych jest zawierana na stopy procentowe. W roku 2007 stanowiły one ponad 60% wartości wszystkich kontraktów (rys. 2), a w roku 2008 ich udział wzrósł do niemal 71%. W dalszej kolejności są kontrakty, dla których instrumentem bazowym są kursy walut (odpowiednio 8,6 i 8,4%). Zauważalny jest również spadek udziału *credit default swap* (CDS) z prawie 9 do 7%. Są to instrumenty, które w dużej mierze przyczyniły się do pogłębienia kryzysu finansowego ze względu na fakt, że jednostka pokrywająca ryzyko kredytowe nie ma wpływu



Rysunek 1. Wartość emisji instrumentów pochodnych w latach 2001-2008 (w mld USD)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *BIS Quarterly Review*, 2003-2009.



Rysunek 2. Struktura transakcji derywatami na rynku pozagiełdowym w latach 2007 i 2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *BIS Quarterly Review*, 2003-2009.

na proces windykacji długu. Proces spadku wartości emisji swapów kredytowych będzie postępować, ale raczej nie ziszcą się przewidywania mówiące o całkowitej rezygnacji z tych instrumentów przez inwestorów. Planowane są bowiem rozwiązania mające na celu usunięcie najistotniejszych wad CDS – wprowadzenie izb rozliczeniowych pośredniczących w transakcjach czy ustalenie międzynarodowych, powszechnie akceptowalnych standardów swapów kredytowych.

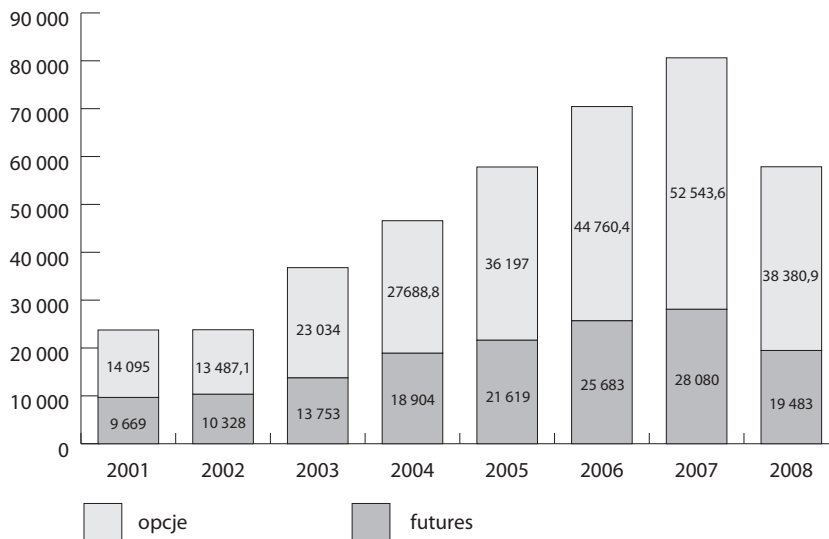
Natomiast derywatywy na papiery wartościowe to około 1% całego rynku. Przewaga instrumentów pochodnych na stopy procentowe jest jeszcze większa dla rynku giełdowego (rys. 4) – stanowiły one w 2008 r. ponad 90% wszystkich transakcji i ich udział w stosunku do 2007 r. wzrósł. Pozostałe derywatywy wystawiane są głównie na papiery wartościowe – około 8,5%, przy spadku z 11,5%. Wspomniany spadek to efekt większego zaangażowania w ten segment rynku inwestorów indywidualnych, którzy w obliczu kryzysu ograniczyli swoją aktywność. Kurs walutowy jest instrumentem bazowym dla mniej niż pół procenta instrumentów. Odmienna struktura dla rynku pozagiełdowego wynika ze szczególnie dużej aktywności na nim banków, które by zabezpieczyć się przed ryzykiem kursowym, są często stronami transakcji terminowych na waluty.

3. Kontrakty terminowe i opcje w Polsce

W Polsce, podobnie jak na całym świecie, finansowe instrumenty pochodne są przedmiotem obrotu zarówno na rynku giełdowym, jak i pozagiełdowym.

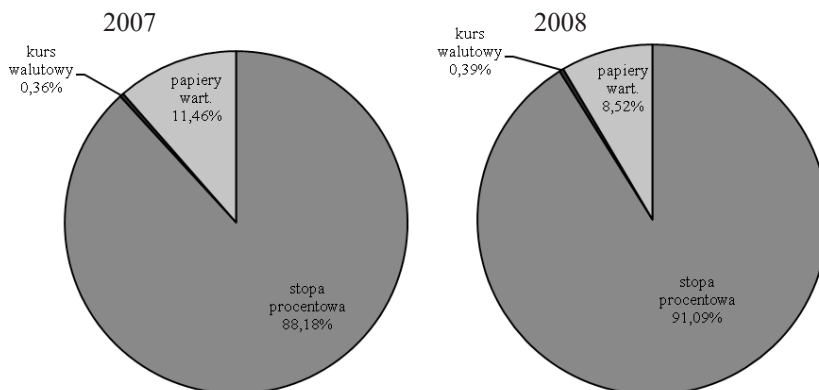
Porównanie danych z rysunków 1 i 5 potwierdza inną globalną tendencję – instrumenty rynku *OTC* cieszą się dużo większą popularnością. Na większą elastyczność tych instrumentów dodatkowo w Polsce nakłada się nie w pełni rozwinięty rynek kapitałowy, podlegający ciągłym przemianom, o stosunkowo ubogiej ofercie. Co interesujące, rynek pozagiełdowy w Polsce w roku 2008 nie ucierpiał na skutek kryzysu. Dynamika wzrostu średnich dziennych obrotów co prawda zmniejszyła się, 18,5% w 2008 r. wobec 55% w 2007 r., ale wciąż była imponująca. Rynek giełdowy natomiast (podobnie jak na świecie) stracił około 22%.

Polski pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych tworzony jest głównie przez banki. Głównym przedmiotem ich zainteresowania są instrumenty pochodne na stopę procentową i kurs walutowy (rys. 6), inne rodzaje derywatów stanowią marginalną część obrotu (poniżej 0,25%). Jest to ściśle związane z faktem, że operacje walutowe i związane ze stopą procentową należą do podstawowych obszarów działalności banków i tym samym są głównym źródłem ryzyka, przed którym zabezpieczać mają instrumenty pochodne. Struktura



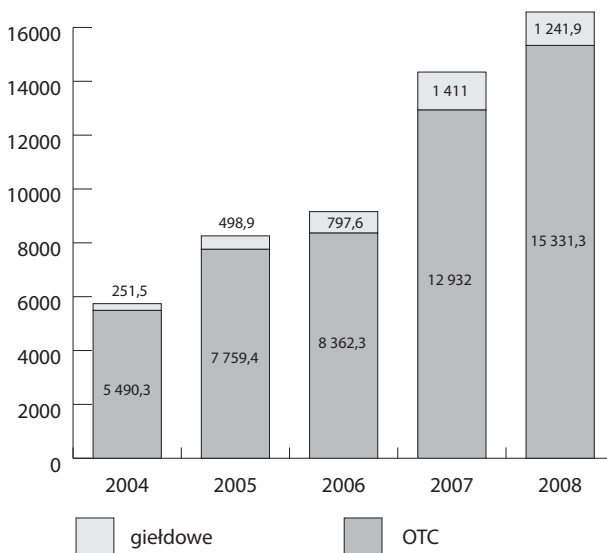
Rysunek 3. Wartość emisji instrumentów pochodnych na rynkach giełdowych w latach 2001-2008 (w mld USD)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *BIS Quarterly Review*, 2003-2009.



Rysunek 4. Struktura transakcji derywatami na rynku giełdowym w latach 2007 i 2008

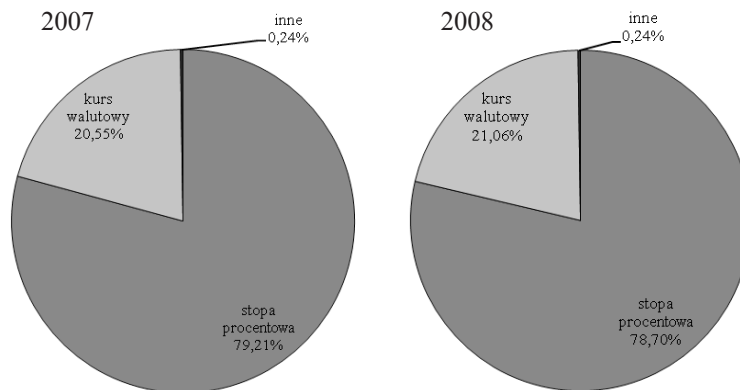
Źródło: Opracowanie własne na podstawie *BIS Quarterly Review*, 2003-2008.



Rysunek 5. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku instrumentów pochodnych (w mln PLN)

Statystyki wyznaczone przez NBP dla rynku giełdowego uwzględniają jedynie dane z GPW, niemniej średnie dzienne obroty na WGT są niskie i tak w 2008 r. (najlepszym w historii dla WGT) wyniosły 64,5 mln PLN, co stanowi zaledwie 5% wartości średnich obrotów na GPW.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Rozwój systemu finansowego w Polsce*. Narodowy Bank Polski 2009.



Rysunek 6. Struktura transakcji terminowych na rynku pozagiełdowym w latach 2007 i 2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Rozwój systemu finansowego w Polsce*.

rynku pozagiełdowego, mimo kryzysu, nie uległa zmianom i w roku 2008 była niemal identyczna jak w roku wcześniejszym.

Pierwszymi instrumentami pochodnymi notowanymi w Polsce na rynku giełdowym były wprowadzone przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) kontrakty futures na indeks WIG20 (notowania rozpoczęto 16 stycznia 1998). Kontrakty te stały się w krótkim czasie bardzo popularne, o czym najlepiej świadczy dynamika wzrostu obrotów i liczba otwartych pozycji. Zachęcone sukcesem władze giełdy wprowadzały do obrotu kolejne instrumenty pochodne (tab. 1). Według stanu na rok 2010 w Polsce są dwie giełdy, na których przedmiotem obrotu były finansowe instrumenty pochodne – wspomniana GPW w Warszawie oraz Warszawska Giełda Towarowa (WGT). W ofercie GPW są:

- 1) kontrakty futures:
 - a) indeksowe (na indeksy WIG20 i mWIG40),
 - b) na akcje spółek (TP SA, PKN Orlen, Agora, KGHM, Pekao SA, BRE i PKO BP),
 - c) walutowe (na kurs USD, EUR i CHF),
- 2) jednostki indeksowe MiniWIG, będące w istocie kontraktem futures, którego data wygaśnięcia ustalona została na ostatni dzień sesyjny grudnia 2025, a cena wykonania równa jest wartości indeksu WIG20 w dniu nabycia (wystawienia) tego instrumentu; instrumenty te wprowadzone zostały do obrotu głównie z myślą o drobnych inwestorach, jednak po początkowym sukcesie ich obecna popularność jest niewielka,
- 3) opcje indeksowe (na indeks WIG20),

- 4) warrant (które mimo że są w ofercie, to z braku zainteresowania potencjalnych emitentów nie są przedmiotem handlu, ostatnie serie warrantów były notowane 16 grudnia 2005).

Z kolei WGT oferuje inwestorom:

- 1) kontrakty futures:
 - a) walutowe (na kurs 22 par walutowych: USD/PLN, EUR/PLN, CHF/PLN, EUR/USD, JPY/PLN, GBP/PLN, NOK/PLN, SEK/PLN, EUR/CHF, EUR/CZK, EUR/GBP, EUR/HUF, EUR/JPY, EUR/NOK, EUR/SEK, USD/CAD, USD/CHF, USD/JPY, USD/NOK, USD/SEK, AUD/USD, GBP/USD),
 - b) procentowe (na stopy WIBOR 1M, WIBOR 3M),
 - c) na obligacje skarbowe (2, 5 i 10-letnie),
- 2) opcje na walutowe kontrakty futures (na kurs 8 par walutowych: USD/PLN, EUR/PLN, CHF/PLN, EUR/USD, JPY/PLN, GBP/PLN, EUR/GBP, EUR/JPY).

Pomiędzy oferowanymi przez obie giełdy instrumentami pochodnymi istnieje kilka podstawowych różnic, dotyczących między innymi nominalnej kwoty kontraktu, sposobu rozliczenia oraz sposobu naliczania depozytu zabezpieczającego. Na GPW kontrakty terminowe rozliczane są wyłącznie pieniężnie. Na WGT istnieje natomiast możliwość rozliczenia także poprzez fizyczną dostawę (dotyczy to kontraktów futures na obligacje skarbowe). Na obu giełdach odmienny jest również sposób naliczania depozytu początkowego. Dla kontraktów będących przedmiotem obrotu na GPW depozyt początkowy ustalany jest procentowo przez Izbę Rozrachunkową Instrumentów Pochodnych (IRIP), działającą jako odrębny organ przy Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW).

Najbardziej rozwiniętym segmentem rynku instrumentów pochodnych na GPW jest rynek kontraktów futures na indeksy giełdowe. Stanowi on 97% obrotów na rynku terminowym. Drugie co do wielkości udziały miały opcje, ale było to niespełna 3%. Na ten udział złożyły się tylko opcje na WIG20, opcje na akcje bowiem nie zdobyły uznania wśród inwestorów i ostatecznie GPW zawiesiła obrót tymi instrumentami w 2007 roku. Rok 2008 przyniósł ponad 40% spadek wartości transakcji opcjami. Ten segment rynku ucierpiał najbardziej. Spadek dotknął również kontraktów terminowych, był jednak zdecydowanie mniejszy, niespełna 9%. Zmniejszenie wartości transakcji futures dotyczyło kontraktów terminowych indeksowych, podczas gdy dla pozostałych rodzajów kontraktów zanotowano wzrosty, największy dla futures na waluty (prawie 22-krotny).

Tabela 1. Instrumenty pochodne na GPW w Warszawie

Instrument pochodny		Instrument bazowy	Data wprowadzenia
Kontrakty terminowe	indeksowe	WIG20	16 stycznia 1998
		TechWIG ¹⁾	1 sierpnia 2000
		mWIG40 ²⁾	18 lutego 2002
	na akcje	TP SA, PKN Orlen, Elektrim ³⁾	22 stycznia 2001
		Agora, BRE Bank ⁴⁾ , Pekao SA, KGHM, Netia ¹¹⁾ , Prokom ⁵⁾	22 października 2001
		Bank BPH ⁴⁾	18 marca 2002
		Bank Millenium ⁴⁾ , BZ WBK ⁶⁾ , Budimex ¹¹⁾ , Sygnity, Dębica, Grupa Kęty, Kredyt Bank, Mondi Świecie, Orbis,	24 marca 2003
	walutowe	USD/PLN	25 września 1998
		EUR/PLN	31 maja 1999
		GBP/PLN ⁸⁾ , CHF/PLN	30 września 2008
obligacje	Hipotetyczna obligacja o kuponie 6% ⁹⁾	14 lutego 2005	
Opcje	indeksowe	WIG20	22 września 2003
	na akcje	PKN Orlen ¹⁰⁾ , Pekao SA ¹⁰⁾ , TP SA ¹⁰⁾ , KGHM ¹⁰⁾ , Prokom ¹⁰⁾	17 października 2005
MimiWIG20	WIG20	26 listopada 2001	

¹⁾ 23.06.2008 GPW zaprzęta publikacji indeksu i wstrzymała handel kontraktami terminowymi na ten indeks.

²⁾ Indeks mWIG40 zastąpił 16.03.2007 indeks MIDWIG.

³⁾ 21.01.2008 r. GPW wykluczyła z obrotu giełdowego akcje Elektrimu i kontrakty terminowe na tę spółkę.

⁴⁾ Od 5.07.2006 r. obrót kontraktami na akcje oznaczonych spółek jest zawieszony do odwołania.

⁵⁾ 28.03.2008 r. był ostatnim dniem notowania tej spółki na GPW (w związku z jej włączeniem do Asseco), obrót kontraktami terminowymi na tę spółkę został zawieszony.

⁶⁾ 14.12.2007 r. zawieszono wprowadzanie do obrotu kolejnych serii kontraktów na BZ WBK.

⁷⁾ 30.05.2008 r. GPW wykluczyła z obrotu giełdowego akcje BA-CA w związku z przejściem przez grupę Unicredit.

⁸⁾ Od 8.01.2009 r. zawieszono na czas nieokreślony obrót kontraktami terminowymi na kurs GBP.

⁹⁾ Od 14.12.2007 r. zawieszono na czas nieokreślony obrót kontraktami terminowymi na obligacje.

¹⁰⁾ 4.07.2007 r. zawieszono obrót opcjami na akcje.

¹¹⁾ Kontrakty terminowe nigdy nie znalazły się w obrocie.

Źródło: GPW w Warszawie.

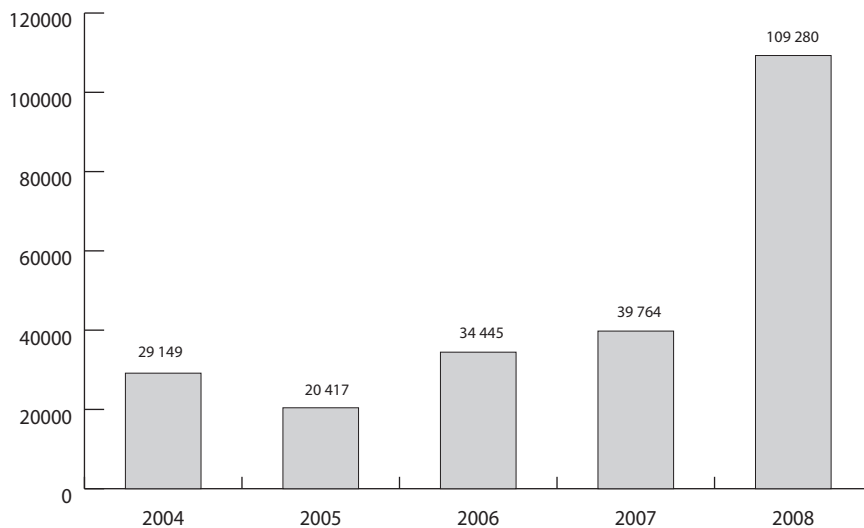
Tabela 2. Wartość transakcji zawieranych na rynku instrumentów pochodnych na GPW w Warszawie (w mln PLN)

Rodzaj transakcji	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Kontrakty terminowe ogółem, w tym:	606 846	662 876	377 407	238 025	125 494	116 201	77 334	98 646
– walutowe	7 230	332	208	420	272	523	482	1 155
na EUR	2 071	38	51	92	113	357	235	565
na USD	4 873	294	157	328	159	166	247	590
na GBP	6	-	-	-	-	-	-	-
na CHF	280	-	-	-	-	-	-	-
– indeksowe	596 466	659 403	369 739	225 490	123 136	9 733,8	5 689	4 988,1
na WIG20	595 153	657 676	369 378	225 296	122 192	9 516	5541	4962
na TechWIG	22	213	279	105	102	2,8	4	26,1
na mWIG40	1 291	1 514	92	89	842	215	144	-
– na akcje	3 148	2 740,2	4 823,7	5 467,8	2 085,2	1 758	100,6	69,8
– na obligacje	-	399,8	2 656,9	6 646,4	-	-	-	-
Opcje ogółem, w tym:	16 552	28 206	19 453	11 556	2 786	636	-	-
– na WIG20	16 552	28 202	18 849	11 370	2 786	636	-	-
– na akcje	-	4	604	186	-	-	-	-
Jednostki indeksowe MiniWIG20	17,46	15,84	10,82	8,0	15,6	33,9	61,7	5,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW.

Na WGT przedmiotem obrotu są przede wszystkim kontrakty terminowe na waluty i opcje na te kontrakty. Futures na stopy procentowe i obligacje skarbowe są zawierane sporadycznie⁵ – WGT nie podaje nawet danych statystycznych dla tych instrumentów. Niemniej dynamika wolumenu obrotu dla WGT jest wysoka, a na uwagę zasługuje znaczący, bo niemal trzykrotny, wzrost wartości w 2008 r. (rys. 7). Zatem WGT nie odczuła skutków kryzysu. Analiza rodzajów kontraktów wskazuje, że coraz większą popularność zdobywają opcje – ich udział wzrósł z 19 do ponad 40% (rys. 8).

⁵ Na przykład w okresie styczeń-sierpień 2009 r. nie zanotowano żadnej operacji w segmencie instrumentów pochodnych na stopę procentową i obligacje skarbowe.



Rysunek 7. Wolumen obrotu na kontraktach terminowych i opcjach na WGT

Źródło: *Biuletyn Informacyjny WGT*, wrzesień 2009.

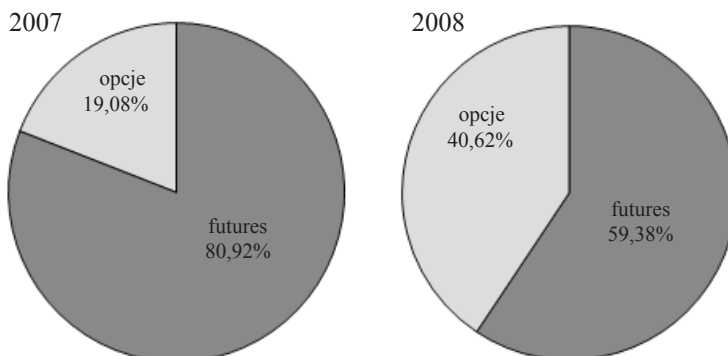
W przypadku kontraktów terminowych największe zainteresowanie wśród inwestorów wzbudza futures na kurs EUR/PLN (rys. 9). Instrument ten wygenerował niemal połowę (47,58%) obrotu. Druga z kolei para walutowa USD/PLN ma o wiele niższy udział – 15,85%. Pozostałe pary walutowe mają mniejsze znaczenie, udział żadnej z nich nie przekracza 6%. Odmienną strukturę ma rynek opcyjny na walutowe kontrakty terminowe (rys. 10). Para EUR/PLN także ma największy udział (46,31%), ale druga jest para GBP/PLN (39,26%). Znaczący udział ma jeszcze para USD/PLN. Pozostałe pary walutowe mają marginalne znaczenie.

Giełdowy rynek instrumentów pochodnych w Polsce ciągle jest rynkiem rozwijającym się, a w rozwoju wciąż napotyka na wiele barier rozwojowych. Należą do nich przede wszystkim:

- słaba znajomość rynków pochodnych,
- bariera psychologiczna inwestorów,
- konkurencja rynku międzybankowego,
- niska płynność rynku,
- brak popytu ze strony inwestorów instytucjonalnych,
- bariery prawne,
- wysokie koszty transakcyjne⁶.

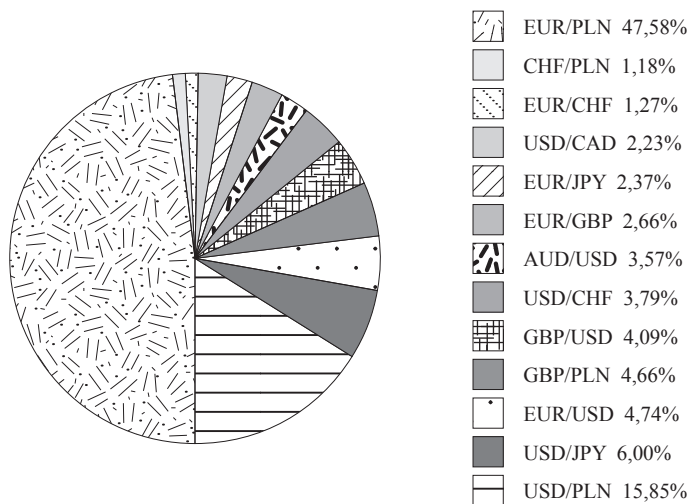
⁶ A. Grą, *Rozwój giełdowych instrumentów pochodnych w Polsce na tle tendencji światowych*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 4, s. 13-14

Polski rynek kapitałowy jest rynkiem młodym, na którym znajomość mechanizmów funkcjonowania jest niepełna. Wśród inwestorów dominuje przekonanie o wysokiej ryzykowności instrumentów pochodnych. Wiele osób traktuje te instrumenty jedynie jako narzędzie spekulacji, nie uświadamiając sobie, że mogą one również służyć do skutecznego zabezpieczenia się przed ryzykiem. Ze słabą znajomością rynku instrumentów pochodnych ściśle powiązana jest bariera psychologiczna. Derywaty postrzegane jako wysoce spekulacyjne wywołują niechęć u inwestorów z wysoką awersją do ryzyka.



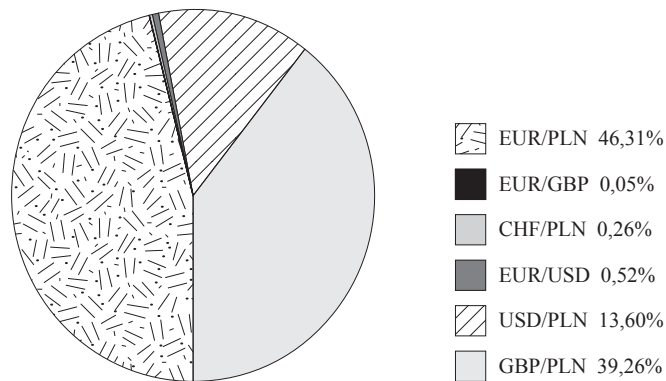
Rysunek 8. Udział kontraktów futures i opcji na giełdzie WGT w latach 2007 i 2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Biuletyn Informacyjny WGT*.



Rysunek 9. Udział kontraktów terminowych na różne pary walutowe na WGT w 2008 r.

Źródło: *Biuletyn Informacyjny WGT*.



Rysunek 10. Udział kontraktów opcyjnych na różne pary walutowe na WGT w 2008 r.

Źródło: *Biuletyn Informacyjny WGT*.

Z przytoczonych statystyk dotyczących aktywności banków na rynku instrumentów pochodnych wynika, że mogłyby one stać się znaczącymi graczami na rynku giełdowym. Jednak płynny rynek międzybankowy niemal w pełni zaspokaja potrzeby banków w tym zakresie. Nie ma znaczenia przewaga rynku giełdowego w postaci istnienia izby rozliczeniowej eliminującej ryzyko kredytowe, bo na rynku międzybankowym stronami są instytucje cieszące się wysokim prestiżem, które same dbają o wywiązywanie się ze zobowiązań zawartych za pomocą instrumentów pochodnych. Decydująca wydaje się natomiast niska płynność rynku giełdowego (wyjątek stanowią futures na indeks WIG20). GPW publikuje roczne wskaźniki płynności dla poszczególnych derywatów⁷, tabela 3 zawiera wartości tego wskaźnika. Niska płynność powoduje, że banki nie są zainteresowane zawieraniem transakcji, składanie zleceń mogłoby bowiem powodować istotne zmiany cen rynkowych, a to z kolei groziłoby stratami. Ponadto niski wskaźnik płynności opcji na akcje był jedną z przyczyn bezterminowego zawieszenia obrotu tymi instrumentami 4 lipca 2007 r.

Oprócz banków aktywnymi graczami na giełdowym rynku instrumentów pochodnych mogłyby stać się fundusze inwestycyjne i otwarte fundusze emerytalne (OFE). Jednak obowiązujące w badanym okresie przepisy pozwalają tym instytucjom dokonywać transakcji na rynkach derywatów w bardzo wąskim zakresie. Celem takiej transakcji może być jedynie zabezpieczenie się

⁷ Wskaźnik płynności liczony jest jako procentowy udział obrotów na rynku instrumentów pochodnych do wartości obrotów instrumentu bazowego na rynku kasowym.

Tabela 3. Wielkość wskaźnika płynności dla instrumentów pochodnych notowanych na GPW

Nazwa instrumentu	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Futures na WIG20	237,6	256,6	174,1	170,4	164,7	207	171	179,5
Futures na TechWIG	0,1	0,3	0,4	0,3	0,4	0,2	0,8	2,2
Futures na mWIG40	4,1	1,9	0,2	0,2	5,8	4,1	3,6	-
Futures na akcje	1,6	1,3	2,9	4,6	3,1	3,7	3,6	2,3
Opcje na WIG20	6,6	10,5	8,9	8,6	3,75	3,74	-	-
Opcje na akcje	-	0,0	0,5	1	-	-	-	-

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW.

przed ryzykiem. OFE mogą się zabezpieczać przed ryzykiem związanym z lokowaniem aktywów funduszu, fundusze inwestycyjne natomiast mogą zabezpieczać się przed ryzykiem zmiany cen akcji bądź indeksów giełdowych będących w portfelu funduszu.

Istotnym czynnikiem ograniczającym rozwój giełdowego rynku instrumentów pochodnych są wysokie koszty transakcji, na które składają się wysokie prowizje biur maklerskich, a także opłaty na rzecz GPW i KDPW. Pewne znaczenie ma również brak oprocentowania środków znajdujących się na rachunkach depozytowych.

Przytoczona wśród barier rozwoju giełdowego rynku instrumentów pochodnych niska płynność utrudnia również wycenę tych instrumentów, gdyż powoduje brak niezbędnych danych.

Wymienione słabości polskiego rynku instrumentów pochodnych spowodowały, że kryzys finansowy miał niewielki wpływ. Dotknął głównie te segmenty rynku, na których działają inwestorzy indywidualni, bardziej skłonni do ulegania pesymistycznym nastrojom. Z pewnością kryzys nie dotknął jeszcze w roku 2008 walutowych instrumentów pochodnych – derywaty te cieszyły się znaczną popularnością i notowały niezwykle dynamikę obrotów. Niestety szeroka opinia publiczna dowiedziała się o istnieniu tego typu instrumentów w negatywnym kontekście.

Literatura

BIS Quarterly Review, 2003-2009.

Biuletyn Informacyjny WGT, wrzesień 2009.

-
- Rozwój systemu finansowego w Polsce*. Narodowy Bank Polski, 2009.
- Black. F., Scholes M., *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, „Journal of Political Economy” 1973, nr 81.
- Grąt A., *Rozwój giełdowych instrumentów pochodnych w Polsce na tle tendencji światowych*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 4.
- Jajuga K., *Trzydzieści lat nowoczesnej teorii wyceny instrumentów pochodnych*, Uniwersytet Szczeciński, Zeszyty Naukowe nr 389/2005
- Merton R.C., *Theory of rational option pricing*, „Bell Journal of Economics and Management Science” 1973, nr 4.
- Swan E. J., *Building the global market. A 4000 Year History of Derivatives*, Kluwer Law International, The Hague 2000.



Magdalena Szyszko

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

System prognozowania inflacji i celowanie w prognozę w dobie kryzysu finansowego w wybranych krajach Europy Środkowej

***Streszczenie.** W artykule opisano przypadki pięciu banków centralnych nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej. Narodowy Bank Czech, Narodowy Bank Polski, Narodowy Bank Rumunii i Narodowy Bank Węgier od kilku lat wdrażają strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, sporządzają prognozy inflacji, publikują je i wykorzystują jako przesłankę w procesie decyzyjnym komitetów monetarnych. Narodowy Bank Słowacji robił to do końca 2008 r. Celem niniejszego opracowania jest prezentacja zmian w systemach prognozowania inflacji, jakie zaszły w tych bankach centralnych w okresie od połowy 2007 r. do połowy 2009 r. Porównano zachowania banków centralnych na trzech płaszczyznach: zmiany w metodzie prognozowania i w sposobie prezentacji prognoz społeczeństwu oraz w znaczeniu prognoz jako przesłanki podejmowania decyzji przez komitety monetarne. Z przeprowadzonej analizy wynika, że część modyfikacji miała związek z kryzysem finansowym i gospodarczym, część nie.*

1. Wprowadzenie

Banki centralne dążąc do realizacji podstawowego celu, jakim jest najczęściej utrzymanie stabilnego poziomu cen, wykorzystują na płaszczyźnie makroekonomicznej dwa instrumenty: stopę procentową albo kurs walutowy. W tych systemach monetarnych, w których wdrażana jest strategia wieloparametryczna¹,

¹ Do grupy strategii wieloparametrycznych (modelowo-optymalizujących) należy strategia bezpośredniego celu inflacyjnego i strategia eklektyczna realizowana bez formułowania zewnętrznych

banki centralne zmieniają stopy procentowe związane z instrumentami polityki pieniężnej na płaszczyźnie operacyjnej (najczęściej jest to oprocentowanie operacji otwartego rynku i operacji depozytowo-kredytowych), by osiągnąć pożądaną poziom inflacji. Jednocześnie nie wpływają bezpośrednio na poziom kursu walutowego, który kształtuje się zgodnie z siłami popytu i podaży na rynku walutowym².

Najbardziej rozpowszechnioną wśród strategii wieloparametrycznych jest strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI, *direct inflation targeting*). Strategia ta oparta jest na podbudowie współczesnej teorii ekonomicznej – modele powstałe w ramach nowej syntezy neoklasycznej uznają za najskuteczniejszą politykę pieniężną opartą właśnie na strategii bezpośrednich celów inflacyjnych³ i uwypuklają konieczność stosowania tzw. ataków wyprzedzających (*preemptive strike*). Zamiast koncentrować się na jednej zmiennej i starać się wpływać na jej kształtowanie za pomocą instrumentów polityki pieniężnej, bank centralny bierze pod uwagę informacje dotyczące wielu zmiennych mających wpływ na inflację⁴. Jedną z informacji wykorzystywanych przez komitety monetarne, które podejmują decyzję o poziomie stóp procentowych, są **prognozy inflacji**.

Niniejsze opracowanie ma na celu scharakteryzowanie systemów prognozowania inflacji banków centralnych Czech, Polski, Słowacji, Rumunii i Węgier⁵

celów pośrednich (*just do it strategy*). Od strategii tradycyjnych różnią się przede wszystkim tym, że nie ma wyznaczonych *explicite* hierarchicznie celów polityki monetarnej (cel finalny, pośredni, operacyjny). Władze monetarne nie koncentrują ani procesu decyzyjnego, ani komunikacji z rynkiem na jednej zmiennej (cel pośredni), ale mają prawo uwzględniać wszelkie, ich zdaniem istotne, informacje ze sfery realnej i pieniężnej, w tym prognozowane. Niekiedy w literaturze przyjmuje się, że podejście modelowo- optymalizujące wymaga konstrukcji modelu makroekonomicznego z celem finalnym jako zmienną endogeniczną i zmiennymi objaśniającymi w kolejnych równaniach, będącymi celami pośrednimi (*implicite*) bądź instrumentami. Można jednak prowadzić strategię inflacyjną bez konstrukcji modelu. Zob. R. Kokoszczyński, J. Stopyra, *Dylematy wyboru celów pośrednich i operacyjnych w polityce pieniężnej Narodowego Banku Polskiego*, „Bank i Kredyt” 1996, s. 37- 38.

² Strategia wieloparametryczna może koegzystować z nominalnym celem kursowym, szczególnie w krajach rozwijających się. Wahanie kursowe, które są naturalnym zjawiskiem w tych gospodarkach, zagrażałyby wiarygodności strategii obniżania inflacji. Strategia polityki pieniężnej w takich warunkach nabiera eklektyzmu, a system kursowy jest często systemem kursu sztywnego z szerokim, dopuszczalnym pasmem wahań. E. Rzeszutek, *Polityka kursu złotego – dylematy okresu przedakcesyjnego*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 7-8, s. 88.

³ A. Wojtyna, *Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 7-8, s. 128.

⁴ P. Szpunar, *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, PWE, Warszawa 2000, s. 183.

⁵ Banki centralne tych krajów to odpowiednio Narodowy Bank Czech (NBC, *Česká národní banka*), Narodowy Bank Polski (NBP), Narodowy Bank Słowacji (NBS, *Národná banka Slovenska*), Narodowy Bank Rumunii (NBR, *Banca Națională a României*) i Narodowy Bank Węgier (NBW, *Magyar Nemzeti Bank*).

w okresie rozprzestrzeniania się kryzysu finansowego. Kraje objęte analizą to nowe państwa członkowskie Unii Europejskiej stosujące⁶ strategię BCI, wykorzystujące stopę procentową jako podstawowy instrument polityki pieniężnej, a jednocześnie uznające prognozę inflacji za przesłankę zmiany stóp procentowych⁷. Jednakże w okresie zaburzeń na rynkach finansowych, rola prognoz dla uczestników życia gospodarczego, w tym prognoz inflacji dla bankierów centralnych maleje. Dlatego w artykule uwypuklone zostaną zmiany, jakie w latach 2007–2009 zaszły w systemach prognostycznych badanych krajów oraz w randze prognoz jako przesłanek decyzyjnych komitetów monetarnych⁸.

W pierwszej części artykułu opisana zostanie pokrótce istota celowania w prognozę i idea wykorzystania prognoz przez banki centralne w sytuacji, gdy w gospodarce nie występują ze znaczną częstotliwością szoki. W drugiej zaprezentowane będą systemy prognozowania inflacji w wybranych obszarach monetarnych, a w kolejnej – zmiany w metodach prognostycznych banków centralnych Czech, Polski, Słowacji, Rumunii i Węgier w okresie zaburzeń na rynkach. W czwartej części artykułu analizie poddany zostanie sposób, w jaki władze monetarne przedstawiały społeczeństwu prognozy w okresie turbulencji na rynku finansowym, wreszcie w ostatniej podjęta zostanie próba analizy reakcji komitetów monetarnych tych krajów.

Należy podkreślić, że okres niestabilności rynków to nie tylko czas, gdy wdrażane są niestandardowe procedury decyzyjne, ale także moment, gdy władze monetarne uruchamiają nadzwyczajne instrumenty polityki. Zmiany na płaszczyźnie operacyjnej polityki pieniężnej wdrażane w odpowiedzi na kryzys finansowy były przedmiotem analiz podejmowanych przez naukowców i praktyków rynków finansowych⁹. Dlatego w niniejszym opracowaniu

⁶ Mimo że od 1 stycznia 2009 r. NBS nie prowadzi niezależnej polityki monetarnej, przyjęto konwencję używania czasu teraźniejszego, gdyż rozważania koncentrują się wokół wszystkich badanych krajów. Autorka uznała, że warto dla tego kraju przedstawić skróconą analizę do końca 2008 r.

⁷ Dokonano analizy celowania w prognozę w czasach zaburzeń we wszystkich krajach z grupy nowych państw członkowskich UE, w których było to możliwe, niezależnie od tego, czy weszły w strukturę UE w 2004 czy w 2007 r. Nie uwzględniono Bułgarii i państw bałtyckich, bo stosują tradycyjną strategię polityki monetarnej. Słowenia natomiast już od 2007 r. posługuje się wspólną walutą, a Cypr i Malta – od początku 2008 r. W momencie rozprzestrzeniania się kryzysu na rynkach finansowych, państwa te nie prowadziły już niezależnej polityki monetarnej.

⁸ Dokładniej, analizie zostanie poddany okres od połowy 2007 r., gdy kryzys kredytów *subprime* ujawnił się na rynku amerykańskim, do końca 2009 r. Zaburzenia na rynkach badanych gospodarek nawiązały się dopiero po upadku banku Lehman Brothers, czyli we wrześniu i kolejnych miesiącach 2008 r. Dlatego okres od pierwszej połowy 2007 r. do września 2008 r. będzie miał inne znaczenie – zmiany w systemach prognozowania i wykorzystanie prognoz w polityce monetarnej nie były powodowane kryzysem. Ma on jednak znaczenie jako swoiste tło dla późniejszych modyfikacji.

⁹ Patrz m.in.: C. Borio, P. Disyatat, *Unconventional monetary policies: an appraisal*, BIS Working Papers No 292, 2009; J. Pruski, *Działalność antykryzysowa banków centralnych w dobie glo-*

podjęto próbę wyłącznie odniesienia się do roli prognoz w polityce monetarnej w warunkach kryzysu.

2. Celowanie w prognozę jako reguła polityki monetarnej

Realizując strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, bank centralny „patrzy na wszystko”, czyli wykorzystuje wszelkie informacje, które, jego zdaniem, są konieczne do realizacji przyjętego celu. Dzięki takiemu działaniu, strategia BCI zapewnia większą niż strategia tradycyjna, polegająca na koncentracji na wybranym celu pośrednim, elastyczność (bank centralny może reagować na to, co w danych warunkach uważa za istotne zagrożenie dla realizacji podstawowego celu) oraz większą przejrzystość, gdyż pozwala na uzasadnienie podejmowanych decyzji zgodnie z ich faktycznymi przesłankami i przyjętymi zasadami¹⁰, a także podkreśla wagę przekazywania tych informacji publiczności.

Częścią kompletnej strategii BCI jest między innymi prognoza inflacyjna, która pełni rolę swobodnego celu pośredniego – stopy procentowe są ustalane tak, aby eliminować odchylenia oczekiwanych stóp inflacji od przyjętego celu¹¹. Reagowanie w odpowiedzi na prognozę umożliwia władzom monetarnym stosowanie ataków wyprzedzających, istotnych wobec faktu, że polityka monetarna może oddziaływać na gospodarkę z opóźnieniami. Strategia BCI różni się od tradycyjnych strategii przede wszystkim tym, że stosowanie odpowiednich narzędzi polityki zależy od systematycznego oszacowywania przyszłej (nie przeszłej czy obecnej) inflacji, a nie od subiektywnych przypuszczeń co do jej kształtowania się¹².

W takich warunkach celowanie w prognozę jest miękką regułą polityki monetarnej. Reakcja władz monetarnych powinna nastąpić, jeśli w horyzoncie transmisji impulsów monetarnych prognozowany poziom inflacji znajduje się powyżej celu inflacyjnego (bank centralny podnosi stopy procentowe) albo poniżej celu

balnego kryzysu finansowego, w: *Działalność antykryzysowa banków centralnych*, Zeszyty BRE Bank – CASE, Warszawa 2009; W. Przybylska-Kapuścińska, *Niestandardowe narzędzia polityki NBP w reakcji na kryzys finansowy*, w: *Podmioty sektora finansów publicznych wobec ryzyka i niepewności*, red. B. Filipiak, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu nr 26, Wydawnictwo WSB w Poznaniu, Poznań 2009.

¹⁰ P. Szpunar, *Skuteczna strategia polityki pieniężnej w małej gospodarce otwartej – wybór dla Polski*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 7-8, s. 120.

¹¹ J. Drop, A. Wojtyna, *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego: przesłanki teoretyczne i doświadczenia wybranych krajów*, „Materiały i Studia” 2001, nr 118, NBP, Warszawa, s. 6.

¹² G. Debelle, P. Masson, M. Savastano, *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy*, Economic Issues No. 15, International Monetary Fund, Washington 1998, s. 3-4.

(bank centralny obniża stopy procentowe). Natomiast jeśli prognoza nie wskazuje na odchylenia inflacji od celu, bank centralny nie zmienia stóp procentowych. Poziom instrumentu powinien więc być ustalony na takiej wysokości, aby ustabilizować prognozę inflacji w odpowiednim horyzoncie w granicach celu inflacyjnego¹³. **Taka logika postępowania banku centralnego odpowiada *inflation forecast targeting* (celowaniu w prognozę)**, które okazuje się dobrym sposobem realizacji celu inflacyjnego polityki w warunkach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

Należy wyjaśnić, że celowanie w prognozę jest tylko miękką (elastyczną) regułą polityki. Bank centralny nie zmienia stóp procentowych automatycznie, w sposób, jaki narzuca mu wynik prognozy, ale uwzględnia nowo pojawiające się informacje o stanie gospodarki, jakich nie przewidziano w momencie formułowania reguły. Sposób przetwarzania tych informacji przez bank centralny musi być jednak przewidywalny dla podmiotów gospodarczych. Przy takiej polityce istnieje sprzężenie zwrotne od realnego sektora gospodarki do polityki pieniężnej, uwzględnia on szokowe zakłócenia gospodarki¹⁴. Bank centralny, nawet jeśli przyznaje prognozom inflacji naczelne miejsce wśród przesłanek podejmowania decyzji, nigdy nie odbiera sobie możliwości elastycznego działania. Nie przyjmuje on bowiem tzw. naiwnej strategii posługiwania się prognozą, a więc strategii, w której decyzje podejmuje się tak, jakby prognoza była bezbłędna¹⁵. Zaburzenia na rynku finansowym są właśnie jedną z przesłanek, które skłaniają banki centralne do weryfikowania roli prognoz w polityce i zmian ram systemu prognozowania.

3. Systemy prognozowania inflacji w analizowanych obszarach monetarnych

Banki centralne Czech, Polski, Rumunii i Węgier wdrażają strategię wieloparametryczną, a Narodowy Bank Słowacji prowadził autonomiczną politykę monetarną, także w ramach takiej strategii do końca 2008 r.¹⁶ Wszystkie

¹³ K. Leitemo, *Open-Economy Inflation Forecast Targeting*, "German Economic Review" 2006, Vol. 17, s. 37.

¹⁴ D. Duwendag et al., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa 1996, s. 285.

¹⁵ A. Zeliaś, B. Pawełek, S. Wanat, op.cit, s. 27. Dokładnie prognozę jako regułę polityki, a także przyczyny, dla których nie powinna ona być twardą regułą polityki, opisano w: M. Szyszko, *Prognozowanie inflacji w polityce pieniężnej*, C.H. Beck, Warszawa 2009.

¹⁶ Ze względu na fakt, że okres analizy obejmuje lata 2007-2009, nie można stwierdzić, iż była to zawsze pełna wersja strategii BCI. Szczególnym przypadkiem są Węgry, gdzie do lutego 2008 r. deklarowano wdrażanie *inflation targeting* przy jednoczesnym utrzymaniu kursu walutowego

z nich opracowują prognozy inflacji i deklarują, że prognozy te stanowią jedną z przesłanek podejmowania decyzji o poziomie instrumentu polityki monetarnej. Waga prognoz w procesie decyzyjnym w tych krajach jest różna. W tabeli 1 zawarto deklaracje analizowanych banków centralnych dotyczące roli prognoz w polityce. Warto również podkreślić, że podobnie jak na innych płaszczyznach, deklaracje decydentów polityki gospodarczej wielokrotnie różnią się od ich rzeczywistych poczynań.

Opracowanie prognoz i ich wykorzystanie w procesie decyzyjnym wymaga od banków centralnych stworzenia kompleksowego systemu prognozowania inflacji. System prognozowania inflacji w szerokim znaczeniu obejmuje nie tylko model wykorzystywany do prognozowania, ale także inne aspekty polityki związane z prognozowaniem inflacji i upublicznieniem informacji na ten temat społeczeństwu. W szczególności są to:

- metoda prognozowania inflacji (model, rozwiązania pozamodelowe, rola ekspertów w prognozowaniu),
- rodzaj prognozy¹⁷,
- autorstwo prognozy (przede wszystkim zaangażowanie członków komitetu monetarnego w tworzenie prognozy),
- sposób formułowania założeń i publikowanie założeń,
- podawanie do publicznej wiadomości wyników prognoz,
- regularność sporządzania prognoz,
- omawianie ryzyka prognozy, kreślenie scenariuszy alternatywnych,
- analiza błędów prognoz.

W tabeli 1 zestawiono wybrane elementy systemów prognozowania inflacji stosowanych przez 5 poddanych analizie banków centralnych. W tabeli ujęto wyłącznie podstawowe rozwiązania obowiązujące w 2009 r., dla Słowacji –

w systemie *ERM II-shadowing*. Była to *de facto* eklektyczna strategia polityki (lub *flexible inflation targeting*) wpisująca się w nurt strategii wieloparametrycznych. Nawet w okresie po upłynięciu kursu walutowego Narodowy Bank Węgier reagował na zmiany kursu walutowego, zmieniając stopy procentowe w odpowiedzi na jego wahania. Słowacja z początkiem 2009 r. weszła do strefy euro i realizowana jest tam dwufilarowa strategia wieloparametryczna EBC.

¹⁷ Dwa podstawowe rodzaje prognozy to prognoza warunkowa i bezwarunkowa. Prognozy bezwarunkowe są sądem o przyszłości niemodyfikowanym dodatkowymi założeniami. W przypadku prognoz inflacji oznacza to, że model, na podstawie którego stawiano prognozę, uwzględnia zmianę instrumentu banku centralnego w przypadku, gdy inflacja prognozowana odchyła się od celu. Prognozy warunkowe (projekcje) są natomiast rodzajem symulacji – wprowadzają do modelu dodatkowe założenie – zazwyczaj o niezmienności stóp banku centralnego lub kursu walutowego w horyzoncie prognozy. Konsekwencje sporządzania prognoz warunkowych i bezwarunkowych opisano w: M. Skořepa, V. Kotlán, *Assessing Future Inflation in Inflation Targeting: Forecasts or Simulations*, w: *Monetary Policy in Changing Environment*, BIS Paper No. 19, Basel 2003; M. Szyszko, *Wybór między warunkową a bezwarunkową prognozą inflacji*, w: *Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Finanse publiczne II*, red. B. Filipiak, B. Walczak, Zeszyty Naukowe nr 547, Ekonomiczne problemy usług, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2009.

Tabela 1. Przegląd systemów prognozowania inflacji wybranych krajów

Kraj	Deklarowana rola prognoz	Metoda prognozowania*	Rodzaj prognozy	Autorstwo prognozy	Częstotliwość	Sposób publikacji
Czechy	główna przesłanka podejmowania decyzji	model DSGE 3g	bezwarunkowa	dyskretne zaangażowanie członków Zarządu Banku; konsultacje na ostatnim etapie prognozowania	kwartalna	wykres wachlarzowy w <i>Raportach o inflacji</i> , na wykresach prezentowana również ścieżka zmiany stóp i kursu walutowego spójna z prognozą, omówienie głównych założeń, ryzyko prognozy omawiane wyłącznie w przypadku jego nasilenia
Polska	istotny punkt odniesienia, ale uwzględnia się wszystkie inne informacje	model strukturalny NECMOD	warunkowa, możliwe włączenie funkcji reakcji	tylko eksperci banku centralnego, członkowie RPP nie biorą udziału w procesie prognostycznym	3 prognozy w roku	wykres wachlarzowy w <i>Raportach o inflacji</i> , główne założenia, dokładne omówienie ryzyka projekcji oraz niepewności (nieadekwatność modelu)
Rumunia	bardzo istotna przesłanka w procesie decyzyjnym	model strukturalny MAMTF	bezwarunkowa	zespół ekspertów NBR, uwzględniane również opinie członków komitetu monetarnego (iteracyjnie)	kwartalna	tylko prognoza centralna i uproszczony wykres wachlarzowy w <i>Raportach o inflacji</i> , omówienie głównych założeń i ryzyka prognozy, omówienie zmian warunków monetarnych spójnych z prognozą
Słowacja	decyzje o poziomie stóp procentowych mają uwzględnić wyniki prognoz	model strukturalny QPM	bezwarunkowa	członkowie Zarządu Banku zaangażowani w proces formułowania podstawowych założeń i opracowanie scenariuszy alternatywnych	kwartalna	publikacja w odrębnym dokumencie, wykres wachlarzowy, ścieżka zmiany stóp spójna z prognozą tylko opisowo, omówienie głównych założeń i rodzajów ryzyka
Węgry	cel pośredni polityki	model strukturalny QPM	warunkowa, możliwe włączenie funkcji reakcji	dyskretne; konsultacje z członkami Rady Monetarniej na ostatnim etapie prognozowania	kwartalna	wykres wachlarzowy w <i>Kwartalnych raportach o inflacji</i> , główne założenia, dokładne omówienie ryzyka projekcji

* dotyczy głównego narzędzia prognostycznego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie CNB Monetary Strategy Document, CNB, April 1999, document internetowy: http://www.cnb.cz/en/monetary_policy/strategic_documents/c_dms.html; Medium-term Forecast P2Q-2005, NBS, Bratislava 2005, s. 1; Monetary Policy in Hungary, NBH, Budapest 2002, s. 59; Monetary Programme of the NBS until the Year 2008, NBS, Bratislava 2004, s. 12; Raport o inflacji. Sierpień 2004, NBP, Warszawa 2004, s. 2; Założenia polityki pieniężnej na rok 2005, RPP, NBP, Warszawa 2004, s. 3; Forecasting Framework at NBR, NBR, dokument internetowy: <http://www.bnro.ro/Forecasting-framework-at-NBR-3666.aspx>.

– w październiku 2008 r.¹⁸. Jeśli któryś z banków centralnych zmienił stosowane procedury w okresie napięć na rynkach finansowych (od połowy 2007 r.), to zostanie to scharakteryzowane w części trzeciej i czwartej artykułu.

Mimo że wszystkie z analizowanych banków centralnych stosują zbliżoną strategię, to deklaracje dotyczące roli prognoz inflacji jako narzędzia wspomagania polityki monetarnej są różne. NBC jednoznacznie ogłasza, że prognozy są główną przesłanką podejmowania decyzji. Taka deklaracja sprawiała, że prognoza w tym systemie monetarnym przybierała *implicite* postać celu pośredniego¹⁹. NBW, jako jedyny z analizowanej grupy *explicite* przypisuje im rolę celu pośredniego. NBR wskazuje, iż prognozy są bardzo istotną informacją. Ostrożną deklarację w tym obszarze złożyły NBP i NBS nie eksponując roli prognoz i podkreślając, że są jedną z wielu rozmaitych przesłanek poddanych analizie.

Wszystkie z banków centralnych prognozowały inflację na podstawie modelu strukturalnego, przy czym rozwiązania stosowane przez NBC należały do najbardziej zaawansowanych. Model 3g jest bowiem modelem klasy DSGE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium Models*), opartym na mikropodstawach i modelującym gospodarkę jako spójną całość. Modele takie określają preferencje uczestników rynku, dostępną technologię czy ramy instytucjonalne. Są jedną z najbardziej złożonych konstrukcji od strony ekonomicznej i technicznej, jakie spotyka się we współczesnej makroekonomii²⁰. Wykorzystywanie modelu DSGE przez bank centralny Czech od początku 2008 r. jest warte podkreślenia tym bardziej, że niewiele krajów (Szwecja, Finlandia, Kanada) zdecydowało się dotychczas na opracowanie i wdrożenie tego narzędzia. NBR także zadeklarował, że w przyszłości właśnie model klasy DSGE powinien stać się narzędziem prognostycznym banku²¹. W Polsce również pojawiają się pierwsze wersje modelu prze-

¹⁸ Ostatnia runda prognostyczna, w której NBS stosował własne narzędzia. Kwestia ta zostanie scharakteryzowana w dalszej części opracowania.

¹⁹ W strategiach wieloparametrycznych nie definiuje się celów pośrednich w takim znaczeniu, jak w strategiach tradycyjnych. Jeśli jednak prognoza jest najważniejszą przesłanką podejmowania decyzji, a inne informacje ze sfery realnej i bieżącej traktowane są uzupełniająco, to nabiera ona cech specyficznego celu pośredniego.

²⁰ Model DSGE opisuje gospodarkę jako pewną strukturę, która ma równowagę długookresową, czyli stan, w którym wszystkie zmienne realne pozostają ze sobą w określonej, stałej relacji. System zmierza do stanu równowagi długookresowej (*steady state*), jest jednak z niego nieustannie wytrącany przez pojawiające się szoki (zaburzenia). Tak skonstruowany model pozwala nam na postrzeganie gospodarki jako struktury wystawianej na pojawiające się szoki. Szoki nie są tylko zmienną losową w modelu. Więcej na temat idei modeli klasy DSGE w: G. Grabarek, B. Kłos, G. Utzig-Lenarczyk, *SOE-PL, model DSEG małej otwartej gospodarki estymowany na danych polskich. Metodologia, specyfikacja, wyniki estymacji i pierwsze zastosowania*, „Materiały i Studia”, nr 217, NBP, Warszawa 2007.

²¹ A. Gălăţescu, *The Forecasting and Modelling Process at the National Bank of Roumania*, NBR, Materiały zaprezentowane na konferencji Bułgarskiego Banku Narodowego *Forecasting Models and Procedures of EU Central Banks*, Sofia, 23 kwietnia 2008.

szacowane dla danych krajowych. Próby wyciągania wniosków na temat gospodarki polskiej z wykorzystaniem modeli podejmują przede wszystkim naukowcy, w tym eksperci NBP²².

Dwa z badanych krajów zdecydowały się na sporządzanie prognozy warunkowej, a trzy – bezwarunkowej. Przejście w kierunku prognoz bezwarunkowych wydaje się krokiem ku większej transparentności polityki monetarnej, wymaga bowiem publikowania, obok wyników prognozy, ścieżki zmian stóp procentowych spójnych z prognozą, przynajmniej w sposób opisowy. Jak już wspomniano, wybór między prognozą warunkową a bezwarunkową niesie ze sobą szersze konsekwencje.

W Polsce członkowie komitetu monetarnego nie brali udziału w procesie prognostycznym. Zespół ekspertów przedstawiał im prognozę, na kształt której nie mieli żadnego wpływu. Inna sytuacja miała miejsce w Czechach, na Słowacji i Węgrzech. Członkowie komitetów monetarnych byli zaangażowani dyskrecyjnie w proces prognostyczny. Konsultowano z nimi założenia lub rozwiązania czysto modelowe na pewnych etapach prognozowania. Dzięki takiemu podejściu, prognoza uwzględniała choć częściowo ich przekonanie o bieżącym i przyszłym stanie gospodarki. Jeszcze silniej, bo iteracyjnie, w tworzenie prognozy zaangażowani byli członkowie Zarządu NBR. Prognoza była z nimi konsultowana na wielu etapach rundy prognostycznej. W znacznej mierze ostateczna wersja prognozy odzwierciedlała przekonanie członków rumuńskiego komitetu monetarnego o przyszłym stanie gospodarki.

Cztery z pięciu krajów zdecydowały się na kwartalne sporządzanie prognoz. Wyjątkiem jest Polska, gdzie sporządza się 3 prognozy rocznie. Od praktyki prognozowania kwartalnego odstąpiono z końcem 2007 r. Mniejsza częstotliwość prognoz pozostawia zespołom prognostycznym dodatkowy czas na doskonalenie narzędzia analitycznego oraz na pogłębione badania różnych aspektów polityki monetarnej. Jednocześnie niższa niż kwartalna częstotliwość prognoz wydaje się wystarczająca ze względu na średnioterminowy charakter związków między polityką pieniężną a procesami gospodarczymi²³.

Tylko NBS nie publikował prognoz w *Raportach o inflacji*. Dokumenty te stanowią syntezę bieżącego stanu gospodarki narodowej i warunków zewnętrznych,

²² Patrz G. Grabarek, G. Utzig-Lenarczyk, *Gospodarka polska w latach 1997-2006 widziana przez pryzmat modelu DSGE*, „Bank i Kredyt” 2009, nr 2, s. 5-35; G. Kołoch, *Stylizowany model DSEG małej gospodarki otwartej w niesymetrycznej unii walutowej – wnioski dla Polski*, w: *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie unii gospodarczej i walutowej, Projekty badawcze, część VIII*, NBP, Warszawa 2008, s. 131-162.

²³ Niektóre banki centralne rezygnują również z comiesięcznych posiedzeń komitetów monetarnych. Przykładowo planowe posiedzenia członków Zarządu NBC od 2008 r. odbywają się 8 razy w roku, a członkowie Zarządu NBR od momentu wdrożenia strategii BCI (2005 r.) spotykają się właśnie z taką częstotliwością.

jakie na nią oddziałują. Publikowanie w nich prognoz inflacji pozwala odczytywać je w szerszym kontekście sytuacji bieżącej. Podsumowując syntetyczny opis systemów prognozowania w badanych krajach należy podkreślić, że już w 2007 r. dysponowały one rozwiniętym i przetestowanym systemem prognozowania inflacji, który umożliwiał wykorzystanie prognoz inflacji jako przesłanki podejmowania decyzji. W momencie narastania napięć na rynku finansowym, komitety monetarne miały również doświadczenie w wykorzystywaniu prognoz.

4. Zmiany metod prognostycznych w czasie napięć na rynku finansowym

Systemy prognozowania inflacji powstają w wyniku wieloletnich prac ekspertów. Zazwyczaj bodźcem do ich wdrożenia jest przyjęcie strategii wieloparametrycznej przez bank centralny²⁴. Celowanie w prognozę ma z jednej strony być optymalnym, planowym (zgodnie ze współczesną teorią monetarną) sposobem na regulowanie poziomu instrumentu polityki, mającym charakter dynamicznego programowania. Z drugiej strony podanie wyniku prognoz do publicznej wiadomości, zazwyczaj w szerszym kontekście (np. z omówieniem ryzyka), ma ułatwiać prowadzenie polityki monetarnej przez kotwiczenie oczekiwań podmiotów gospodarczych i jej lepsze zrozumienie przez społeczeństwo. Większa przejrzystość ma zwiększać wiarygodność polityki, a to ułatwiać realizację jej celów²⁵. Dlatego decyzja o modyfikacji systemu prognozowania, chociaż jest zazwyczaj podejmowana w odpowiedzi na zmieniające się warunki gospodarcze, nie jest decyzją ad hoc. Żaden z pięciu analizowanych krajów nie dokonał znacznych modyfikacji w systemie prognozowania inflacji wyłącznie pod wpływem sytuacji kryzysowej.

W okresie od drugiej połowy 2007 r. do końca 2009 r., dwa kraje zmieniły modele prognostyczne. Narodowy Bank Czech od sierpnia 2008 r. publikuje prognozę sporządzoną na podstawie modelu nowej generacji DSGE-g3, którego istotę pokrótce opisano. Narzędzie to zastąpiło stosowany od 2001 r. średniej skali model strukturalny Quarterly Projection Model (QPM). Argumenty, jakie przemawiały za zmianą modelu prognostycznego ujęto w tabeli 2. Należy podkreślić, że mimo tego, iż na wdrożenie modelu zdecydowano się w momencie, gdy kraje

²⁴ Jednakże inflację prognozują również kraje stosujące strategie tradycyjne, np. Bułgaria i Litwa, gdzie obowiązuje zarząd walutą.

²⁵ Istota jakościowych aspektów polityki pieniężnej, takich jak niezależność, przejrzystość, wiarygodność i odpowiedzialność, a także związki między nimi a łatwością osiągania celów finalnych polityki są ciągle przedmiotem rozważań teoretycznych i badań empirycznych. Nie ma jednoznacznych wniosków z tych badań. Dominuje nurt akcentujący pozytywne aspekty wypełniania wysokich standardów jakościowych.

Europejskie zaczęły odczuwać skutki kryzysu na rynku finansowym, zmiana ta nie miała związku z kryzysem. Od stycznia 2007 r. narzędzie to było testowane i sporządzano za jego pomocą równoległe prognozy, jeszcze wcześniej model był opracowywany przez ekspertów NBC.

Tabela 2. Przyczyny zmian modeli prognostycznych NBC i NBP

Kraj	Przyczyny zmian
Czechy	Nie wyjaśniano szczegółowych przesłanek zmian. Wskazywano na konieczność aplikacji nowego modelu, który rozszerzy możliwości analityczne ekspertów banku. Podkreślano, że model należy do grupy najnowocześniejszych narzędzi, a jego stosowanie umiejscawia NBC w elitarnym gronie banków centralnych
Polska	Zmiany instytucjonalne (wejście w struktury UE, globalizacja i wzmacniający się wpływ szoków globalnych na gospodarkę krajową). Zmiany w gospodarce: <ul style="list-style-type: none"> – nowe zjawiska na rynku pracy (ruchy migracyjne, wysoka zmienność stopy bezrobocia i stopy aktywności zawodowej), – rosnąca rola kanału majątkowego transmisji monetarnej w kształtowaniu zachowań podmiotów gospodarczych, związana z rosnącymi cenami mieszkań i sytuacją na rynku nieruchomości, – absorpcja funduszy strukturalnych z UE, – trend aprecjacyjny złotego, któremu nie towarzyszyło znaczące pogorszenie się konkurencyjności handlowej, – szok naftowy i wzrost cen żywności, – zrealizowane i oczekiwane zmiany w systemie podatkowym i zabezpieczeń społecznych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *New Forecasting Model of the CNB, Forecasting and Policy Analysis*, NBC, Prague 2008, s. 2; K. Budnik et al., *NECMOD Prezentacja nowego modelu prognostycznego*, NBP, Warszawa 2008, s. 4-6.

Podobna sytuacja miała miejsce w Polsce. W czerwcu 2008 r. opracowano prognozę na podstawie zmodyfikowanej znacznie wersji modelu ECMOD (stosowanego od maja 2005 r.). Wdrożenie modelu NECMOD, mimo znaczących różnic w stosunku do ECMOD, nie było co prawda nowym jakościowo rozwiązaniem, takim jak zastąpienie QPM przez g3 w Czechach, ale model wykazywał znaczne różnice w stosunku do pierwotnej wersji. Zmiana modelu również nie miała bezpośredniego związku z kryzysem finansowym czy gospodarczym. W tabeli 2 zaprezentowano przyczyny modyfikacji polskiego modelu prognostycznego. NBP podał bardziej szczegółowe przesłanki modyfikacji modelu, wskazując na zmiany, jakie zaszły w gospodarce. Warto zauważyć, że niektóre zjawiska ekonomiczne, które skłoniły ekspertów NBP do zmiany modelu prognostycznego, uległy podczas kryzysu ekonomicznego zahamowaniu lub odwróceniu. Dotyczy to ruchów migracyjnych, cen nieruchomości, a także zmian kursu walutowego czy cen ropy naftowej.

Wszystkie banki centralne, okresowo, w ramach standardowej procedury, przeszacowują parametry modeli. Dlatego, nawet jeśli równania behawioralne stanowiące trzon modeli nie zostały zmienione w związku ze zmianą warunków gospodarowania na rynku, to modele mogą w pewnej części uchwycić nowe relacje między zmiennymi ekonomicznymi w momencie, gdy do próby włączone zostaną dane z okresu kryzysu. Trzeba też podkreślić, że nie zawsze kryzys gospodarczy wpływa na konieczność zmiany modelu. Dzieje się tak, gdy związane z nim przekształcenia instytucjonalne czy strukturalne w gospodarce eksperci banków centralnych oceniają jako na tyle istotne, że należy przekształcić równania modelu. Wiele zjawisk zachodzących na rynkach w okresach kryzysu to jednorazowe szoki podażowe i popytowe.

Prognozy inflacji od połowy 2007 r. sporządzane były w warunkach zwiększonej niepewności co do przebiegu procesów makroekonomicznych w głównych gospodarkach świata. W takich warunkach nasilają się obawy o adekwatność wykorzystywanych w procesie prognostycznym modeli. Ma to przełożenie na wyniki prognoz i ich niepewność oraz uwzględnianie jako przesłanki podejmowania decyzji przez banki centralne, a także, niekiedy, na sposób przedstawiania wyników prognoz społeczeństwu. Te kwestie zostaną scharakteryzowane w czwartej części opracowania.

Niepewność projekcji związana jest z naturą samych modeli i ich adekwatnością do opisywanej rzeczywistości gospodarczej. Modele tylko w przybliżony sposób oddają rzeczywistość gospodarczą, a także wymuszają konieczność założenia stałości podstawowych procesów makroekonomicznych w okresie próby i prognozy. W przypadku niepewności dotyczącej adekwatności modelu można założyć, że model generuje prognozy obciążone systematycznym błędem. Ponieważ zwykle nie można *ex ante* zmierzyć obciążenia prognozy, nie można też analizować ryzyka w kategoriach rachunku prawdopodobieństwa²⁶. Brak adekwatności modelu związany jest z brakiem pewności co do modelowego ujęcia procesów inflacyjnych, szczególnie silnym w młodych gospodarkach rynkowych i gospodarkach transformujących się, a także z sytuacją, gdy na inflację coraz silniej oddziałują czynniki o niewielkim znaczeniu w przeszłości, a tym samym nieuwzględnione w modelu (np. globalizacja, zmiany strukturalne w gospodarce). Co więcej, tempo zmian strukturalnych może być takie, że prowadzić będzie do istotnych różnic oceny parametrów modelu pomiędzy okresem próby a okresem, na jaki sporządzana jest prognoza²⁷. Problem nasila się w okresie silnych zaburzeń na rynkach, szczególnie wówczas, gdy w ich wyniku dochodzi do zmian instytucjonalnych lub utrwalenia nowych zjawisk w obszarze gospodarczym. Zmiany, jakie związane były z kryzysem rozpoczę-

²⁶ *Raport o inflacji. Styczeń 2006*, NBP, Warszawa 2006, s. 63.

²⁷ M. Szyszko, *Prognozowanie inflacji*, s. 111.

tym w połowie 2007 r. w gospodarce amerykańskiej, wpływały na mechanizmy transmisji monetarnej rozpoznawane i modelowane na poziomie narodowym²⁸. Po upadku banku Lehman Brothers (wrzesień 2008 r.) znacząco wzrosła awersja do ryzyka na rynku finansowym. Faktem stało się nasilenie ryzyka płynności i ryzyka kredytowego, nawet na rynkach niedotkniętych bezpośrednio kryzysem *subprime*. W analizowanych gospodarkach rosły spready między stawkami rynku międzybankowego a oficjalnymi stopami banków centralnych²⁹. Dodatkowo odwróceniu ulegały obserwowane dotychczas trendy, takie jak aprecjacja walut narodowych czy gwałtowny wzrost cen ropy.

Zjawiska te wymuszają na ekspertach banków centralnych prognozujących inflację dodatkowe działania. Przede wszystkim muszą oni oszacować trwałość nowych zjawisk, jakie pojawiły się w gospodarce w okresie zaburzeń, a tym samym potrzebę ich uwzględnienia w modelach prognostycznych. Należy również odnieść się do kwestii modyfikacji mechanizmu transmisji, szczególnie kanału stóp procentowych i cen aktywów³⁰. Ze względu na to, że napięcia na rynkach finansowych i spowolnienie w sferze realnej trwają nadal, a dodatkowo nie zakończyła się dyskusja nad ramami globalnego systemu finansowego, wiele nowych jakościowo zjawisk gospodarczych ujmowanych jest jako reszty w modelach (szoki). Ocena, w jakim stopniu na skutek kryzysu zapoczątkowanego w 2007 r. zaszły zmiany w strukturach gospodarek dezaktualizujące modele, jest kwestią najbliższych lat.

Napięcia na rynkach finansowych i w sferze realnej powodują również wzrost ryzyka modelu związany z formułowaniem założeń do modelu. Założenia te są prognozami prostymi albo złożonymi, czyli same w sobie obarczone są w okresach napięć na rynkach relatywnie wyższymi błędami. Powoduje to zwiększenie szerokości wykresu wachlarzowego, na którym prezentowane są wyniki prognoz wraz z rozkładem prawdopodobieństwa.

Podsumowując rozważania na temat związków między zmianami metody prognostycznej a funkcjonowaniem w turbulentnym otoczeniu, należy podkreślić, że kryzys, czy to w sferze finansowej czy realnej, nie jest bezpośrednią przyczyną prowadzącą do zmian modelu i procedur prognostycznego. Napięcia na

²⁸ Szerzej na temat zmian w mechanizmie transmisji w: M. Szyszko, *Polityka pieniężna w warunkach zwiększonego ryzyka na rynku finansowym*, w: *Podmioty sektora finansów publicznych wobec ryzyka i niepewności*, red. B. Filipiak, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu nr 26, Wydawnictwo WSB w Poznaniu, Poznań 2009.

²⁹ Druga fala kryzysu finansowego najmniej odczuwalna była na Słowacji, ze względu na rychłe i pewne wejście do strefy euro.

³⁰ Niektórzy ekonomiści akcentują fakt, że banki centralne zbyt małą wagę przywiązują do inflacji cen aktywów (*assets price inflation*). Nadmiernie koncentrują się na wskaźniku cen konsumpcyjnych i nie zauważają ruchów cen, które mają wpływ na stabilność ekonomiczną i finansową. Por. A. Wojtyna, *Szkice o polityce pieniężnej*, PWE, Warszawa 2004, s. 100.

rynkach mogą jednak skłonić ekspertów zespołów prognostycznych do przeszacowywania modeli i analizowania adekwatności mechanizmu transmisji monetarnej reprezentowanego przez model

5. Szczególny sposób prezentacji prognoz

Ze względu na fakt, że w okresach zaburzeń rośnie nieadekwatność modeli, a także w związku z tym, iż wzrasta ryzyko prognoz (mniej pewne założenia), banki centralne zdecydowały się w okresie od połowy 2007 r. do końca roku 2009 na wprowadzenie szczególnych sposobów przedstawiania lub omawiania prognoz inflacji. Sytuacje te przedstawiono w tabeli 3. Ponownie, nie wszystkie zmiany były związane z kryzysem.

Zmiany na płaszczyźnie komunikacyjnej, polegające na modyfikacji, zazwyczaj rozszerzeniu, zawartości informacyjnej *Raportów o inflacji* można podzielić na dwie grupy. **Po pierwsze** są to zmiany, które miały związek z modyfikacją systemu prognozowania. Nowe ramy prognostyczne pozwalały na wygenerowanie niedostępnych dotychczas informacji na temat przyszłego kursu gospodarki. Jednocześnie banki centralne wyrażały wolę ujawnienia zwiększonego zakresu informacji społeczeństwu. Należy przy tym podkreślić, że dyskusja nad większym stopniem przejrzystości instytucjonalnej polityki monetarnej nie jest zamknięta³¹. Argumenty za zwiększoną otwartością formułują zazwyczaj akademicy, podczas gdy bankierzy centralni dążą do pozostawienia miejsca na tzw. niejednoznaczną kreatywność. Dlatego też na wielu płaszczyznach polityki to nie brak możliwości (np. narzędzi prognostycznych) decyduje o tym, że jakaś informacja nie jest ujawniana, ale właśnie brak przekonania władz monetarnych o zasadności zwiększania przejrzystości.

Przykładem banku centralnego, który znacząco zwiększył zakres przejrzystości systemu prognostycznego poprzez ujawnienie numerycznej ścieżki zmian stóp spójnej z prognozą z początkiem 2008 r., a rok później także kursu walutowego, jest NBC³². Bank centralny Czech przygotowywał się technicznie do ujaw-

³¹ Przejrzystość instytucjonalna odnosi się do ilości informacji ujawnianej przez bank centralny, nie do jej zrozumienia przez uczestników rynku. Dominuje konsensus, że przejrzystość generuje pozytywne skutki w obszarze realizacji celów polityki, ponieważ ułatwia kotwiczenie oczekiwań, ale nie ma zgody co do jej optymalnego poziomu. Społeczeństwo, jeśli ma wybór, preferuje większą otwartość polityki, bankierzy centralni – mniejszą. Przegląd argumentów za i przeciw większej przejrzystości polityki, w: M. Kowalak, *Jakościowe aspekty polityki współczesnego banku centralnego*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 3, Bankowość centralna od A do Z.

³² Ścieżkę stóp publikuje kilka banków centralnych (obok NBC są to m.in. banki centralne Norwegii, Zelandii, Szwecji), natomiast na ujawnianie prognozowanych zmian kursu NBC

nienia tych informacji przez kilka kwartałów, a w marcu 2007 r.³³ ogłosił rynkowi taki zamiar. Wdrożone zmiany nie miały związku z narastaniem napięć na rynku finansowym. NBC realizował podjęty wcześniej zamiar zwiększenia zakresu otwartości swoich działań, jaki miał związek przede wszystkim ze zmianą modelu prognozowania. Co więcej, w drugiej rundzie progностycznej w 2008 roku, eksperci NBC opracowali i opublikowali dwa alternatywne scenariusze rozwoju sytuacji gospodarczej. Zrobili to przede wszystkim z myślą o pokazaniu właściwości nowego modelu (reakcja na zmianę założeń i porównanie prognozy z g3 z QPM). Warto podkreślić, że NBC stronił od omawiania ryzyka i prezentacji scenariuszy alternatywnych³⁴. Dlatego omówienie scenariuszy alternatywnych w *Raportach o inflacji* jest w przypadku tego banku wyjątkiem.

Warto przy tej okazji podnieść kwestię zasadności wdrażania istotnych zmian, takich jak publikacja ścieżki stóp na wykresie wachlarzowym, w okresach gdy otoczenie wykazuje znaczny stopień zmienności, a zaufanie do prognoz maleje ze względu na częste ich rewizje oraz znaczne rozbieżności (np. wysokie spready między wartością najwyższą i najniższą lub różnice między prognozami różnych instytucji). Podawanie ścieżki stóp spójnej z prognozą na wykresie wachlarzowym nie mogło od razu wzmocnić kotwiczenia oczekiwań otoczenia, wydaje się, że NBC dążył do wywiązania się z wcześniej podjętych zobowiązań co do terminu publikacji *policy path*. Przesunięcie terminu mogłoby zostać postrzeżone przez rynek w kontekście wiarygodności banku centralnego.

Na Słowacji, podobnie jak w przypadku czeskim, modyfikacja sposobu prezentacji prognoz nie miała związku ze szczególną sytuacją w gospodarce. Zmieniono tam zakres rzeczowy prognoz w momencie wdrożenia ekspertów NBS w prace progностyczne Europejskiego Banku Centralnego³⁵. Zespół progno-

zdecydował się jako pierwszy. W literaturze dyskutowana jest również potrzeba zwiększania przejrzystości polityki na tej płaszczyźnie. I tu wnioski nie są jednoznaczne. Patrz: G. Khan, *Communicating a Policy Path: the Next Frontier in Central Bank Transparency?* Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review Q1 2007, s. 5-16.

³³ Patrz: *The CNB's inflation target and changes in monetary policy communication*, NBC, Prague 2007.

³⁴ Badania przeprowadzone dla 4 banków centralnych (NBC, NBP, NBS i NBW) w latach 2002-2008 pozwalają na stwierdzenie, że NBC nie eksponował ryzyka prognozy poza nielicznymi, wyjątkowymi sytuacjami jego nasilenia. W pozostałych bankach centralnych omawianie ryzyka (w Polsce również niepewności) prognozy było regularną praktyką. Badania przedstawione w: M. Szyszko, *Prognozowanie inflacji ...*, s. 108-125.

³⁵ EBC sporządza projekcje inflacji dla strefy euro dwa razy w roku, w czerwcu i grudniu, publikując je w *Monthly Bulletins*. Są to szersze prognozy makroekonomiczne (inflacja, PKB) podawane przedziałowo. Sporządzane są z wykorzystaniem modeli ekonometrycznych i wiedzy eksperckiej przez ekspertów EBC i ekspertów narodowych banków centralnych. To ze względu na włączenie krajowych systemów prognozowania w rundy progностyczne EBC, kraje, które wchodzi najpierw w struktury UE (już wówczas ich eksperci biorą udział w prognozach dla Unii Europejskiej), a następnie do strefy euro modyfikują swoje systemy prognozowania. Należy jednak zaznaczyć,

styczny Narodowego Banku Słowacji współuczestniczy od grudnia 2008 r. w prognozach opracowywanych dla strefy euro. Dlatego na Słowacji zmieniono m.in. sposób formułowania założeń, zrezygnowano z wykresu wachlarzowego, a prognozę prezentowano w szerszym kontekście prognozy dla Eurosystemu oraz grafik sporządzania prognoz. Jak już podkreślano, na tym obszarze monetarnym zmiany w systemie prognozowania i jego otwartości miały przede wszystkim związek w wejściem Słowacji do strefy euro.

Drugi rodzaj zmian związany z prezentacją prognoz inflacji od połowy 2007 do końca 2009 r. miał już związek z bieżącą sytuacją na rynkach finansowych i w sferze realnej. Banki centralne starały się wówczas w szczególności sposób przekazać uczestnikom rynku, że z realizacją prognozy wiąże się wyższe niż zazwyczaj ryzyko i niepewność. Wszystkie banki centralne, których sytuację poddano analizie, akcentowały to omawiając wyniki prognoz. Niektóre dodatkowo zdecydowały się odstąpić od dotychczasowych praktyk w obszarze komunikacji. Najważniejsze odstępstwa od standardowych praktyk prezentacji wyników prognoz miały miejsce przy okazji przedstawiania ostatniej projekcji z 2008 r. Mimo że w Stanach Zjednoczonych kryzys rozpoczął się w połowie 2007 r., w badanych krajach szczególnie turbulentny był okres po upadku banku Lehman Brothers (tzw. druga fala kryzysu). We wrześniu i październiku 2008 r. rządy i banki centralne krajów rozwiniętych podejmowały skoordynowane akcje mające na celu zapobieżenie kryzysowi płynności na rynkach finansowych, wzmocnienie stabilności tego systemu i zapobieżenie globalnej recesji. W młodych gospodarkach rynkowych, w tym w badanych krajach, nasilały się problemy z płynnością, a także obserwowano znaczne osłabienie kursu walut krajowych. Banki centralne podejmowały nadzwyczajne działania, w tym na dodatkowych posiedzeniach decyzyjnych komitetów monetarnych³⁶. Jednocześnie wrzesień i październik to okres, gdy w bankach centralnych trwa ostatnia w roku kalendarzowym runda prognostyczna. Te szczególne kroki podejmowane przez banki centralne to m.in.:

- opublikowanie wykresu wachlarzowego oraz dokładne omówienie wpływu kryzysu w gospodarce światowej na sytuację wewnętrzną przez NBR; od tego momentu NBR umieszcza wykres wachlarzowy w kolejnych *Raportach o inflacji*,

że nie ma tu obowiązku wdrażania narzędzi wykorzystywanych przez EBC, jedynie narzędzia na poziomie narodowym muszą spełniać pewne standardy.

³⁶ W aktach prawnych zazwyczaj określona jest minimalna częstotliwość spotkań komitetów monetarnych. Natomiast w razie potrzeby mogą być organizowane tzw. spotkania nadzwyczajne. Te nadzwyczajne działania polegały na niecodziennej skali zmian stóp procentowych, decyzjach o interwencji na rynkach walutowych (dopuszczalnych w systemach kursu płynnego zarządzanego), uruchamianiu nadzwyczajnych instrumentów polityki, a także kompleksowych pakietów antykryzysowych.

- publikacja w październiku 2008 r. przez NBP dwóch wersji projekcji na wykresach wachlarzowych; RPP poprosiła ekspertów Instytutu Ekonomicznego NBP o przeszacowanie ryzyka prognoz ze względu na szczególnie długi okres, jaki w Polsce mija od daty zamknięcia założeń do prognozy (*cut-off*) do momentu przedłożenia projekcji RPP, a następnie opublikowania³⁷,
- rezygnacja z przedstawienia wykresu wachlarzowego z rozkładem ryzyka i projekcją centralną przez Narodowy Bank Węgier w listopadzie 2008 r., przedstawiono graficznie i mówiono dwa jednakowo prawdopodobne scenariusze.

Jak wynika z tabeli 3, zmiany w sposobie prezentacji prognoz miały miejsce również w innych momentach, choćby omówienie scenariuszy alternatywnych przez NBC w lipcu 2008 r. (teraz związane bezpośrednio z tym, że NBC ostrzegał ryzyko prognozy jako znacząco podwyższone), porównywanie kolejnych prognoz (na wykresach wachlarzowych) przez NBP czy graficzne przedstawianie scenariuszy alternatywnych w 2008 r. przez NBW. Raz jeszcze należy podkreślić, że przy okazji opisu wyników prognoz, wszystkie banki centralne już od lata 2007 r. zwracały uwagę na zwiększone ryzyko prognoz związane najpierw z kryzysem na rynku kredytów *subprime* w Stanach Zjednoczonych oraz niewiadomym momentem i skalą jego przełożenia na sytuację globalną, potem z faktycznymi skutkami kryzysu finansowego i gospodarczego.

Komentując zmiany w sposobie prezentacji wyników prognoz, należy po raz kolejny nawiązać do kwestii związanych bezpośrednio z przejrzystością polityki rozumianą jako zakres, w jakim władze monetarne ujawniają informacje istotne z punktu widzenia polityki pieniężnej³⁸. Tak zdefiniowaną przejrzystość należy utożsamiać z przejrzystością instytucjonalną – im więcej informacji ujawnia się, tym wyższa jest przejrzystość. Nie analizuje się zrozumienia informacji, w tym prognoz przez rynek. Z pewnością dodatkowe omawianie ryzyka czy niestandardowe sposoby prezentacji prognoz w momencie nasilenia kryzysu finansowego zwiększają zakres przejrzystości instytucjonalnej, a jednocześnie mogą być zgodne z oczekiwaniami uczestników rynku. Wiedzą oni, że okres zaburzeń na rynkach oznacza większe błędy prognoz. Spada waga prognoz jako narzędzi, które pomagają kotwiczyć oczekiwania inflacyjne. Ekspozycja ryzyka prognoz inflacji przez bank centralny wzmacnia ten proces. W takim układzie istotne jest wysyłanie czytelного sygnału o roli prognoz jako przesłanki podejmowania decyzji przez komitet monetarny. Tymczasem komitety monetarne nie zawsze są czytelne w tym zakresie, co opisane zostanie w kolejnej części opracowania.

³⁷ W Polsce jest to około miesiąca, w innych krajach 2 tygodnie, niekiedy krócej.

³⁸ P.M. Geraats, *Transparency of Monetary Policy: Does the Institutional Framework Matter?* University of Cambridge Spring Seminar, 2002, s. 3.

Tabela 3. Zmiany sposobu prezentacji prognoz w okresie napięć na rynkach finansowych

Kraj	Zmiana	Wyjaśnienie
Czechy	<p>W <i>Inflation Report January 2008</i> zaprezentowano pełny wykres wachlarzowy z prognozą inflacji. Do końca 2007 r. prezentowano jedynie uproszczony wykres. Dodatkowo na wykresie wachlarzowym zaprezentowano ścieżkę stóp spójnych z prognozą</p> <p>W <i>Inflation Report April 2008</i> przedstawiono, również na wykresie wachlarzowym (inflacja i PKB), scenariusze alternatywne</p> <p>W <i>Inflation Report July 2008</i> przedstawiono dwa scenariusze alternatywne. Pierwszy zakładał, że gwałtowna aprecjacja korony (VI-VII 2008) była zdarzeniem jednorazowym. Drugi przedstawiał prognozę przy zachowaniu założeń wyjściowych, ale sporządzoną z wykorzystaniem dawniej stosowanego narzędzia – modelu QPM. W kolejnym <i>Inflation Reports</i> także przedstawiano scenariusz alternatywny (omówienie założeń, wyników i wykres wachlarzowy)</p> <p>W <i>Inflation Report I/2009</i>:</p> <ul style="list-style-type: none"> – przedstawiono na wykresie wachlarzowym ścieżkę zmian kursu korony spójną z prognozą, – nie zaprezentowano scenariusza alternatywnego 	<p>Nie ma związku z kryzysem, ale z wdrożeniem nowego narzędzia prognostycznego, nad którym prace rozpoczęły się przed połową 2007 r.</p> <p>Nie ma związku z napięciami na rynku finansowym. NBC wyjaśnił, że scenariusz alternatywny ma przedstawić odbiorcom zewnętrznym prognozy cechy nowego modelu</p> <p>Tym razem prezentacja scenariuszy alternatywnych ma związek ze szczególną sytuacją na rynkach finansowych i w gospodarce. Należy podkreślić, że NBC nie omawiał scenariuszy alternatywnych poza sytuacjami szczególnie wysokiego ryzyka, że założenie do prognozy nie sprawdzą się</p> <p>Prezentacja ilościowej ścieżki zmian kursu miała związek z uruchomieniem rok wcześniej modelu g3, a nie z napięciami na rynku. W ocenie NBC ryzyko prognozy nie było wystarczająco wysokie, by przedstawić scenariusz alternatywny</p>
Polska	<p>W <i>Raporcie o inflacji. Październik 2008</i>:</p> <ul style="list-style-type: none"> – ukazuje się projekcja inflacji i prognoza PKB w dwóch wersjach, – bardzo szczegółowo omówiono rodzaje ryzyka realizacji scenariusza podstawowego, – zmieniono metodologię konstrukcji wykresu wachlarzowego; <p>jego szerokość uwzględnia od tego czasu nie tylko przeszłe błędy prognoz modelowych, ale również zależy od bieżącej oceny ryzyka realizacji zmiennych egzogenicznych</p> <p>W <i>Raporcie o inflacji. Luty 2009</i> dokonano rewizji prognoz inflacji i PKB w ostatnim roku (od lutego 2008). NBP nie odnosił się wcześniej do kwestii różnic między projekcjami, ewentualnie komentowano różnice między bieżącą a poprzednią prognozą. W kolejnym <i>Raporcie</i>... porównano dokładnie dwie projekcje z prezentacją na wykresie wachlarzowym</p>	<p>Projekcja opracowana w warunkach podwyższonej niepewności co do przebiegu procesów makroekonomicznych w głównych gospodarkach świata. <i>Cut-off</i> dla rundy prognostycznej to 26 IX, październikowe posiedzenie RPP miało miejsce ponad miesiąc po dacie <i>cut-off</i>. Członkowie RPP poprosili o przeszacowanie prognozy dla danych z 16 października. W okresie 26.09-16.10 w efekcie pogłębienia się kryzysu na międzynarodowych rynkach finansowych, znacząco pogorszyły się perspektywy globalnego wzrostu.</p> <p>Zmiany w konstrukcji wykresu wachlarzowego wynikały z wad symulacji stochastycznych, jako metody budowy wykresu. Dodatkowo, w ocenie ekspertów NBP, dysponują oni już wystarczająco długimi szeregami danych, by wykorzystywać przeszłe błędy prognoz do konstrukcji wykresu</p> <p>NBP omawiał te kwestie dodatkowo ze względu na to, że dane napływające po publikacji prognoz z lutego 2008 r. zmieniły znacząco ocenę bieżących i przyszłych procesów gospodarczych. Znaczące różnice między projekcjami wymagały, w ocenie NBP, dodatkowego komentarza. W kolejnych <i>Raporcie</i>... porównywano i komentowano różnice między najnowszą a poprzednią prognozą z prezentacją na wykresie wachlarzowym</p>

Rumunia	<p>W <i>Inflation Report November 2008</i>, po raz pierwszy obok opisu niepewności i ryzyka prognozy, sporządzono i omówiono wykres wachlarzowy (uproszczony). Wyjaśniono, jak buduje się przedziały ufności.</p> <p>Dokładnie opisano wpływ kryzysu na sferę realną gospodarki rumuńskiej</p>	<p>Zmiana sposobu prezentacji ryzyka oraz szczegółowy opis rodzajów ryzyka i wpływu zaburzeń na gospodarkę miał związek z zaburzeniami na rynkach finansowych od września 2008 r.</p>
Słowacja	<p>W: <i>Medium-term Forecast MTF-2008Q4</i>: Zmiana zakresu rzeczowego i momentu publikacji prognozy w grudniu 2008 r.</p>	<p>Nie ma związku z napięciami na rynku finansowym. NBS po raz pierwszy uczestniczył w rundzie progностycznej ekspertów Eurosystemu (<i>ECB's Broad Macroeconomic Projection Exercise</i>). Musiał do tego dostosować zawartości prognozy, sposób oraz moment jej sporządzenia</p>
Węgry	<p><i>Quarterly Report on Inflation November 2007</i>: nie tylko omówiono, ale przedstawiono graficznie, trzy scenariusze alternatywne.</p> <p>W kolejnym raporcie o inflacji nie omawiano szczegółowo scenariuszy alternatywnych</p> <p><i>Quarterly Report on Inflation May 2008</i>: ponownie przedstawiono dwa scenariusze alternatywne, w tym graficznie. Wyjaśniono również, jaka jest idea prezentacji scenariuszy alternatywnych i praktyka banków centralnych w tym obszarze. W kolejnym <i>Kwartalnym raporcie</i>... także przedstawiono kilka scenariuszy alternatywnych</p> <p><i>Quarterly Report on Inflation November 2008</i>: nie opublikowano projekcji centralnej ani wykresu wachlarzowego, wyłącznie dwa jednakowo prawdopodobne scenariusze (wersja optymistyczna i pesymistyczna dotycząca stopy wzrostu kredytu i rozwoju sytuacji w gospodarce światowej)</p> <p><i>Quarterly Report on Inflation February 2009</i>: powrócono do praktyki prezentacji wykresu wachlarzowego, nie eksponowano scenariuszy alternatywnych. Podobnie w kolejnych dwóch <i>Raportach</i>....</p>	<p>Nie miało to bezpośredniego związku z zaburzeniami na rynku finansowym, choć spadek popytu zewnętrznego związany z kryzysem na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych był jednym z alternatywnych założeń. Pokazano też scenariusz uwzględniający poprawę sytuacji przedsiębiorstw, wyższe oczekiwania inflacyjne</p> <p>Tym razem prezentację scenariuszy alternatywnych tłumaczono wpływem zaburzeń i sytuacji na rynkach finansowych na gospodarkę węgierską</p> <p>Ze względu na zbyt wysokie ryzyko związane z założeniami do prognozy NBW zrezygnował z przedstawiania wykresu wachlarzowego. Tłumaczono to bardzo dynamiczną zmianą sytuacji na rynkach finansowych i w gospodarce w ostatnich miesiącach</p> <p>NBW nie odmówił się do zmian</p>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Inflation Report January 2008*, CNB, Prague 2008, s. 89; *Inflation Report April 2008*, CNB, Prague 2008, s. 34-38; *Inflation Report July 2008*, CNB, Prague 2008, s. 34-37; *Inflation Report I/2009*, CNB, Prague 2009, s. 36; *Inflation Report November 2008*, NBR, Bucharest 2008, s. 42; *Medium-term Forecast (MTF-2008Q4)*, NBS, Bratislava 2008, s. 1; *Raport o inflacji. Październik 2008*, NBP, Warszawa 2009, s. 83-85; *Raport o inflacji. Czerwiec 2009*, NBP, Warszawa 2009, s. 81; *Quarterly Report on Inflation November 2007*, NBH, Budapest 2007, s. 48; *Quarterly Report on Inflation May 2008*, NBH, Budapest 2008, s. 45-46; *Quarterly Report on Inflation November 2008*, NBH, Budapest 2008, s. 35-38; *Quarterly Report on Inflation February 2009*, NBH, Budapest 2009, s. 37-42.

Wreszcie istotną kwestią będzie zachowanie banków centralnych po okresie zaburzeń na rynku finansowym. W połowie 2009 r. kryzys, który wybuchł dwa lata wcześniej, na rynku finansowym przełożył się już na sferę realną. Jednocześnie zaburzenia na rynku walutowym czy kryzys płynności, jakie dotknęły badane kraje w 2008 r., wygasły. Gospodarka światowa przestała funkcjonować w warunkach bardzo wysokiej niepewności, choć osiąga gorsze wyniki. Dlatego banki centralne będą musiały wkrótce podjąć decyzję, czy rozpoczęte w 2008 r. praktyki polegające na eksponowaniu ryzyka prognoz kontynuować. Niektóre z nich już zrezygnowały z nadzwyczajnych rozwiązań w tym zakresie. W Polsce także nie zdecydowano się na skrócenie okresu między dniem *cut-off* a sporządzeniem ostatecznej wersji prognozy, co zmniejszyłoby ryzyko realizacji założeń.

Mierzenie przejrzystości systemu prognozowania jest metodologicznie trudne, co jest charakterystyczne w przypadku kategorii jakościowych. Powstają jednak pierwsze mierniki przejrzystości, w tym dotyczące wyłącznie systemów prognozowania inflacji³⁹. Ich konstrukcja każe uznawać system prognozowania inflacji i politykę monetarną jako bardziej przejrzystą, gdy bank centralny regularnie odnosi się do ryzyka prognoz i omawia błędy przeszłych prognoz. Co więcej, przyjmuje się, że podawanie ścieżki stóp procentowych spójnej z prognozą (*policy path*) w sposób numeryczny jest nową tendencją w polityce monetarnej. Na początku lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku liczne banki centralne, które porzucały strategię BCI na rzecz wieloparametrycznej, początkowo prognozowały inflację i wykorzystywały jako przesłankę podejmowania decyzji co do stóp procentowych, ale nie publikowały prognozy (*implicit inflation forecast targeting*). Coraz częściej jednak dostrzegano konieczność publikacji prognoz ze względu na ich istotną rolę w kształtowaniu oczekiwań inflacyjnych. Publikacji prognoz towarzyszyło zazwyczaj omówienie ryzyka i błędów prognoz⁴⁰.

Współcześnie praktyka publikacji prognoz jest powszechna. W literaturze panuje przekonanie, że kolejnym krokiem w obszarze przejrzystości będzie właśnie numeryczna prezentacja zmian *policy path*, mimo że, jak już wspo-

³⁹ Miernik przejrzystości polityki monetarnej przedstawili m.in. S.C. Eijffinger i P.M. Geraats w: *How Transparent Are Central Banks?* Cambridge Working Papers in Economic No. 0411, Cambridge 2005, s. 22-24. Podzielili oni przejrzystość na pięć płaszczyzn i na niektórych z nich analizują aspekty systemu prognozowania inflacji. Miernik ten, wyłącznie dla systemu prognostycznego, rozwinęto w: M. Szyszko, *Prognozowanie inflacji...*, s. 203-209, natomiast G. Chortareas, D. Stasavage, G. Sterne w opracowaniu *Does it Pay to Be Transparent? International Evidence from Central Bank Forecasts*, The Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis 2002, s. 105, przedstawili miernik przejrzystości systemu prognostycznego oparty na skali Guttmana.

⁴⁰ O wiele częściej banki centralne odnoszą się do ryzyka bieżącej prognozy niż do błędów przeszłych prognoz. Jak już wspomniano, wyjątkiem jest NBC, który poza szczególnymi sytuacjami nie omawia również ryzyka prognozy.

mniano, nie ma jednoznacznych argumentów za takim stopniem otwartości. Badania potwierdzają co prawda, że przy założeniu asymetrii informacji między bankierem centralnym a społeczeństwem, ujawnianie kolejnych informacji pozwala obniżyć jego stratę (celem banku jest minimalizacja określonej funkcji strat), ale relatywnie więcej zyskuje on na ujawnieniu prognozy w ogóle (punktem wyjścia było jej nieujawnianie) niż na ujawnieniu ścieżki stóp⁴¹. Dlatego można stwierdzić, że o ile zaburzenia w sferze finansowej skłoniły banki centralne do szerszego odniesienia się do ryzyka prognozy i nieadekwatności stosowanych modeli, w tym w szczególnych, niepraktykowanych wcześniej formach, to wzrost ilości informacji ujawnianych wraz z prognozami rynkowi będzie wyrazem dążenia banku centralnego do prowadzenia polityki w sposób bardziej otwarty. Najbliższe kwartały pokażą, czy wdrożone w latach 2007-2009 praktyki (np. prezentacja graficzna scenariuszy alternatywnych, porównanie kolejnych prognoz) będą kontynuowane.

6. Prognoza inflacji jako przesłanka podejmowania decyzji w okresie zaburzeń

Rozstrzygnięcie, na ile komitety monetarne uwzględniają prognozy w podejmowanych decyzjach, jest niezwykle trudne. W tabeli 1 zawarto deklarację decydentów dotyczącą roli prognoz w polityce monetarnej. Deklaracje decydentów polityki niejednokrotnie różnią się od wybieranych przez nich rozwiązań. Badania empiryczne⁴² są natomiast utrudnione, przede wszystkim ze względu na fakt, że zgodnie z ideą strategii BCI na każdym posiedzeniu władze monetarne analizują wiele danych z gospodarki (dane bieżące z sektora realnego i monetarnego, oczekiwania inflacyjne, prognozy wycinkowe, kompleksowe prognozy inflacyjne i makroekonomiczne). Co więcej zazwyczaj dane te nie są jednoznaczne – część z nich wskazuje na zacieśnianie, a część na rozluźnienie presji inflacyjnej.

Jednocześnie władze monetarne nie ujawniają swojej funkcji reakcji. Co prawda, w tych krajach, w których sporządza i publikuje się prognozy bezwa-

⁴¹ M. Brzoza-Brzezina, A. Kot, *The Relativity Theory Revised: Is Publishing Interest Rates Forecast Really so Valuable?*, National Bank of Poland Working Papers No. 052/2008, s. 10-13.

⁴² Badanie empiryczne stosowania celowania w prognozę w Czechach, Polsce, Słowacji i na Węgrzech przedstawiono w: M. Szyszko, *Prognozowanie inflacji...*, s. 126-196. Ze względu na liczne ograniczenia, autorka z ostrożnością podchodziła do formułowanych wniosków. W wielu wypadkach nie są one jednoznaczne. Wśród czterech wskazanych krajów (Rumunia nie była objęta badaniem), najkonsekwentniej celował w prognozę NBC. Nie robił tego natomiast NBW, mimo deklaracji, że prognoza inflacji jest celem pośrednim polityki.

runkowe, społeczeństwo zna funkcję reakcji wmontowaną w model prognozy, zazwyczaj zgodną ze specyfikacją reguły Taylora. Niemniej jednak reguła ta służy opracowywaniu ścieżki stóp spójnej z prognozą, a nie ścieżki stanowiącej zobowiązanie dla komitetu monetarnego. Fakt ten jest zazwyczaj omawiany przy okazji publikacji prognoz. Także w innych dokumentach podkreśla się, że zmatematyzowana formuła reguły Taylora nie może być dla komitetu monetarnego wiążąca.

Ponadto w Czechach, Polsce, Rumunii, na Słowacji i Węgrzech, prognozy są publikowane od kilku lat⁴³. Próba, jaką można badać, jest więc nieliczna. Dodatkowo w okresie transformacji banki centralne zmieniły strategię polityki i stosowane instrumentarium. Uczyły się dopiero sporządzać prognozy. Członkowie komitetów monetarnych mogli nie być przekonani o konieczności korzystania z prognoz przy podejmowaniu decyzji.

W okresie zaburzeń na rynkach finansowych członkowie komitetów monetarnych dysponują prognozą obciążoną wyższym ryzykiem. Ma to wpływ na ich decyzje, czego wyrazem są choćby zapisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych. Kwestie niepewności i ryzyka prognoz są wyraźnie akcentowane. Waga prognoz jako przesłanki podejmowania decyzji spada. Jak już podkreślano, trudności metodologiczne związane z badaniem tego aspektu polityki nie pozwalają na jednoznaczne rozstrzygnięcia, na ile.

W tabeli 4 zestawiono i opatrzone komentarzem zachowania banków centralnych z drugiej połowy 2008 r., czyli z okresu, który w badanych gospodarkach był najbardziej turbulentny⁴⁴.

W Czechach i w Rumunii nawet w okresie postrzeganym za najbardziej niestabilny, banki centralne zachowały się zgodnie z logiką celowania w prognozę, choć i one obserwowały dane bieżące, przełożenie się kryzysu na gospodarkę krajową, a także sygnalizowały wzrost ryzyka prognoz i nieadekwatność modeli.

Inna sytuacja miała miejsce w Polsce i na Węgrzech. W Polsce reakcja RPP była zupełnie inna niż sugerowana przez prognozę. Stopy procentowe obniżono w listopadzie i grudniu (obniżka o wyjątkowej skali), a RPP uznała, że model jest na tyle nieadekwatny, że nie ujmuje zwiększonego w tam-

⁴³ W Czechach i na Węgrzech od 2001 r., w Polsce od 2004, w Rumunii i na Słowacji publikację prognoz rozpoczęto w 2005 r. Banki centralne nie udzielają informacji o wynikach prognoz z okresu sprzed ich oficjalnego upublicznienia. Dlatego niemożliwe jest badanie tego aspektu polityki.

⁴⁴ Autorka świadomie skróciła okres analizy tego aspektu wykorzystania prognoz inflacji w polityce monetarnej. Wcześniej zaburzenia związane z kryzysem nie były w badanych gospodarkach odczuwalne, natomiast w 2009 r. w tych gospodarkach szoki (gwałtowna deprecjacja, kryzys płynności) wygaszały. Dodatkowo banki centralne, a niekiedy i rządy podejmowały dodatkowe działania mające wspierać rynek. Uwzględnienie w prognozach nowych warunków, na które banki centralne miały czas, pozwalało powrócić do stosowanych wcześniej procedur decyzyjnych, przynajmniej częściowo.

tym okresie ryzyka niższego niż prognozowany poziomu inflacji. Przeważały wówczas czynniki ograniczające presję inflacyjną, mimo dalej przewyższającej cel prognozy inflacji. Rada wskazywała na pogorszenie perspektywy wzrostu w gospodarce światowej, co skutkowało obniżeniem cen surowców, w tym ropy naftowej, silniejszym ograniczeniem aktywności gospodarczej w kraju, oczekiwaniami co do dalszego zahamowania wzrostu, zatrzymaniem akcji kredytowej banków. Inflacja w wyniku tych procesów miała dalej obniżać się, znajdując się znacznie poniżej poziomu prognozowanego w październiku i w granicach pasma wahań.

Na Węgrzech październikowa reakcja Rady Monetarnej związana była wyłącznie z kursem forinta. W ostatnim kwartale 2008 r. nie odnotowano odstępstw od logiki celowania w prognozę, jednak polityka monetarna była wówczas prowadzona pod wpływem sytuacji na rynkach finansowych, w tym dążenia do zachowania stabilności węgierskiego systemu finansowego, zahamowania odpływu kapitału zagranicznego, obniżenia oczekiwań co do dalszej deprecjacji forinta i zwiększenia kosztów spekulacji walutowych. Te czynniki stanowiły, zdaniem Rady Monetarnej, wystarczające argumenty przemawiające za znaczną podwyżką stóp procentowych w październiku 2008 r. W listopadzie i dwukrotnie w grudniu 2008 r. obniżano natomiast stopy procentowe, tłumacząc to sytuacją w gospodarce światowej, która przekłada się na znacznie gorsze perspektywy gospodarki węgierskiej, oraz kryzysem płynności na rynku finansowym⁴⁵.

Wreszcie na Słowacji, jak już wskazywano, w ostatnim kwartale 2008 r. polityka monetarna prowadzona była głównie z myślą o wejściu do strefy euro, a prognozy inflacji nie miały znaczenia jako przesłanka podejmowania decyzji.

Podsumowując rozważania na temat miejsca prognoz w funkcjach reakcji komitetów monetarnych w okresach zaburzeń na rynkach, należy jeszcze raz podkreślić, że nie można wyciągnąć na ten temat jednoznacznych wniosków. Wszystkie komitety monetarne zauważały wzrost ryzyka i nieadekwatność modeli, komentowano to w informacjach po posiedzeniach decyzyjnych. Pilniej obserwowano więc dane bieżące oraz szoki, bo te z natury wychwytywane są wyłącznie przez reszty (czynnik losowy) w równaniach w modelach innej klasy niż DSGE.

⁴⁵ W. Przybylska-Kapuściska, *Polityka pieniężna w krajach UE-8 w okresie poakcesyjnym*, w: *Studia Europejskie. Nowe uwarunkowania funkcjonowania UE-27*, red. E. Małuszyńska, Zeszyty Naukowe nr 119, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009, s. 104-126.

Tabela 4. Prognozy inflacji i decyzje komitetów monetarnych w II poł. 2008 r.

Kraj	Wyniki prognoz*	Decyzja komitetu monetarnego**	Wyjaśnienie
Czechy	<i>Inflation Report August 2008</i> – inflacja w dolnej części pasma wahań, stopy spadną <i>Inflation Report November 2008</i> – inflacja na poziomie celu, stopy procentowe spadną	sierpień – obniżka wzrost – bez zmian listopad – obniżka grudzień – obniżka	Dyskutowano prognozę, dane bieżące i wpływ na gospodarkę czeską kryzysu finansowego Dwukrotna obniżka była uzasadniana rosnącym ryzykiem niższego niż prognozowano poziomu inflacji (spowolnienie gospodarcze za granicą, spadek cen światowych, wolniejszy niż prognozowany wzrost w Czechach)
Polska	<i>Raport o inflacji. Październik 2008</i> – inflacja znacznie powyżej górnej granicy odchylenia celu. Obniża się do granicy wahań i poniżej	październik – bez zmian listopad – obniżka grudzień – obniżka	Zwiększone ryzyko realizacji prognozy i nieadekwatność modelu. Dyskusja koncentrowała się wokół innych niż prognoza czynników wpływających na zmiany presji inflacyjnej. W grudniu stopy procentowe obniżono aż o 75 p.p.
Rumunia	<i>Inflation Report August 2008</i> – inflacja powyżej celu, ale w granicach pasma wahań <i>Inflation Report November 2008</i> – początkowo inflacja powyżej celu, ale w granicach pasma wahań, następnie poniżej celu, ale ciągle w granicach pasma wahań <i>Quarterly Report on Inflation Update August 2008</i> – inflacja początkowo powyżej górnej granicy wahań celu, ale spada poniżej i utrzymuje się powyżej celu <i>Quarterly Report on Inflation November 2008</i> – inflacja poniżej celu	wzrost – bez zmian październik – bez zmian (Zarząd NBR znał już wyniki prognoz)	Odwolania do prognoz, ale przede wszystkim do danych bieżących. W ocenie Zarządu NBR do tego okresu zaburzenia na światowym rynku finansowym miały ograniczony wpływ na rumuński sektor bankowy Kryzys płynności ograniczono obniżając stopę rezerwy obowiązkowej, nie odwoływano się do prognozy inflacji, ale do sytuacji bieżącej
Węgry	<i>Quarterly Report on Inflation Update August 2008</i> – inflacja początkowo powyżej górnej granicy wahań celu, ale spada poniżej i utrzymuje się powyżej celu <i>Quarterly Report on Inflation November 2008</i> – inflacja poniżej celu	sierpień – bez zmian wrzesień – bez zmian październik – podwyżka	Stopy w październiku zostały podniesione na nadzwyczajnym posiedzeniu, dwa dni po posiedzeniu regularnym. Skala podwyżki także była niecodzienna, bo wyniosła 3 p.p. Podwyżka podyktowana była znacznym osłabieniem forinta i sytuacją na rynkach finansowych. Nie miała związku z wynikiem prognozy
Słowacja	<i>Medium-term Forecast MTF – 2008 Q3</i> – inflacja powyżej celu, nie odniesiono się do ścieżki stop spójnej z prognozą <i>Medium-term Forecast MTF – 2008 Q4</i> – inflacja powyżej celu, nie odniesiono się do ścieżki stop spójnej z prognozą	listopad – obniżka grudzień – obniżka sierpień – bez zmian wrzesień – bez zmian październik – obniżka listopad – obniżka grudzień – obniżka	Obniżki miały przede wszystkim związek z uspokojeniem sytuacji na rynkach finansowych, również dzięki podpisaniu umowy o pożyczkę dla Węgier z MFW. W grudniu dokonano dwóch obniżek, jednej na posiedzeniu nadzwyczajnym Polityka monetarna była prowadzona w taki sposób, aby stopy procentowe na Słowacji stały się jak najbliższe nominalnemu poziomowi stóp EBC. Nie miał znaczenia horyzont transmisji monetarnej, a prognozy nie pełniły już przesłanki podejmowania decyzji. Trzykrotne obniżki rozpoczęte w październiku były wyjaśniane dostosowywaniem poziomu stóp. W listopadzie nie czekano na regularne posiedzenie decyzyjne Zarządu NBS, stopy zostały obniżone po podjęciu takiej decyzji przez EBC

* Wyniki w horyzoncie transmisji monetarnej

** W każdym z krajów mógł obowiązywać inny harmonogram posiedzeń i publikacji prognoz, stąd w tabeli omówiono inną liczbę posiedzeń; w tabeli ujęto tylko prognozy, które opracowano w drugiej połowie 2008 r. i decyzje komitetów monetarnych podejmowane po sporządzeniu tych prognoz.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie dokumentów wymienionych w tabeli oraz wyjaśnień decyzji komitetów monetarnych.

7. Podsumowanie

W okresach napięć na rynkach finansowych decyzje polityki zmieniają stosowane standardowo narzędzia i procedury. Banki centralne uruchamiały od połowy 2007 r., w szczególności w drugiej połowie 2008 r., nadzwyczajne instrumenty polityki monetarnej, także w formie kompleksowych pakietów wspierających płynność rynku. Zmiany dotyczyły również poszczególnych płaszczyzn polityki. Rola prognoz inflacji jako przesłanki wspomagającej podejmowanie decyzji, a także jako narzędzia strategii komunikacji ułatwiającego wyjaśnienie zmian stóp procentowych zmieniała się.

Analizując zasadność takich zmian, należy podkreślić, że właściwie po raz pierwszy odkad banki centralne Czech, Polski, Rumunii, Słowacji i Węgier opracowały spójny system prognozowania inflacji, na rynkach krajowych i w gospodarce globalnej występowały zjawiska kryzysowe o tej skali. Dlatego zmiany, jakie wdrożyły władze monetarne nie mogą być ani porównane z ich zachowaniem w analogicznej sytuacji, ani ocenione z tak krótkiej perspektywy historycznej. Jednocześnie modyfikacje systemu prognozowania w okresie objętym analizą miały często związek z tym, że bank centralny wdrażał nowe rozwiązania, które opracowywał jeszcze przed wybuchem kryzysu.

Podsumowując przeprowadzone rozważania i analizę zmian systemów prognostycznych na trzech płaszczyznach (metoda prognozowania, komunikacja z rynkiem i przesłanki podejmowania decyzji), można stwierdzić, że:

- narzędzia prognostyczne zmieniały się bez związku z napięciami na rynku, nowe rozwiązania były wcześniej opracowywane,
- w obszarze komunikacji banki centralne starały się akcentować wzrastające ryzyko prognoz i nieadekwatność modeli,
- spadała rola prognoz jako przesłanek podejmowania decyzji, komitety monetarne obserwowały szczególnie pilnie dane bieżące.

Trudno także ocenić, jaki będzie wpływ zmian na wiarygodność prognoz i polityki monetarnej. Z jednej strony bank centralny informuje rynek, w jaki sposób wykorzystuje prognozy, a rynek w kilkuletnim horyzoncie ma możliwość weryfikacji tej deklaracji. Z drugiej strony, akcentując ryzyko prognozy, bank centralny informuje uczestników życia gospodarczego, że w tej specyficznej sytuacji sam nie ufa stawianym prognozom. Zaufanie do prognoz podważają szczególnie takie przypadki, gdy z prognozy wynika, że bank centralny powinien podnieść stopy procentowe (bo tak wynika z *policy path* opracowanej z prognozą bezwarunkową lub z relacji projekcji centralnej do celu inflacyjnego przy projekcji), a stopy zostają obniżone. Wątpliwości rynków mogłoby nie budzić wstrzymanie się z decyzją, gdyż przyjęcie pozycji *wait and see* jest częstą praktyką banków cen-

tralnych. Decyzja przeciwna do sugerowanej przez prognozę, szczególnie jeśli *ex post* okaże się słuszna, podważa wiarygodność prognoz, przede wszystkim adekwatność stosowanego narzędzia.

Specyficzna sytuacja panowała w okresie zaburzeń na Słowacji. To pewność wejścia do strefy euro zdeterminowała zarówno wpływ kryzysu na gospodarkę, jak i sposób prowadzenia polityki monetarnej. System prognozowania inflacji był w 2008 r. zmieniany z myślą o wdrożeniu ekspertów NBS w prace prognostyczne analityków EBC. Podejmowane decyzje także polegały głównie na naśladowaniu ruchów EBC. Przypadek NBS znacząco odbiegał od pozostałych badanych banków centralnych.

Stosunkowo niewielkie zmiany w systemie prognozowania pod wpływem napięć w sferze finansowej i kryzysu gospodarczego wprowadził NBC. Konsekwentnie wdrażał nowe procedury zgodnie z wcześniejszymi zamiarami, raz tylko w szczególny sposób omówił ryzyko prognozy, celował w prognozę, czyli decyzje członków Zarządu NBC były zgodne, nawet w najbardziej turbulentnym okresie, z sugerowaną ścieżką stóp. Banki centralne Polski, Rumunii i Węgier były bardziej skłonne modyfikować dotychczasowe rozwiązania pod wpływem sytuacji kryzysowej.

Okres napięć na rynkach jest dobrym momentem do przeanalizowania zasadności celowania w prognozę jako reguły polityki pieniężnej. Jest ona zgodna z powszechnie akceptowanym konsensusem na temat sposobu funkcjonowania gospodarki i roli polityki monetarnej wypracowanym w ramach nowej syntezy neoklasycznej. Co więcej, poglądy te akceptują nie tylko naukowcy akademicki, ale również bankierzy centralni. W okresach napięć uwypukla się jednak to, że celowanie w prognozę to miękka reguła polityki oraz fakt, iż komitety monetarne banków centralnych należących do grupy *inflation targeters* mają prawo analizować wszelkie dane napływające z gospodarki, jednocześnie nie ogłaszając, jaką wagę przypisują różnym rodzajom informacji. Banki centralne, które uczą się dopiero wykorzystywać prognozy inflacji, stoją więc przed dodatkowymi wyzwaniami związanymi z odpowiednią komunikacją, przejrzystością i wiarygodnością polityki.

Literatura

- Borio C., Disyatat P., *Unconventional monetary policies: an appraisal*, BIS Working Papers No 292, 2009.
- Brzoza-Brzezina M., Kot A., *The Relativity Theory Revised: Is Publishing Interest Rates Forecast Really so Valuable?*, National Bank of Poland Working Papers No. 052/2008.

- Budnik K. et al., *NECMOD Prezentacja nowego modelu prognostycznego*, NBP, Warszawa 2008.
- Chortareas G., Stasavage D., Sterne G., *Does it Pay to Be Transparent? International Evidence from Central Bank Forecasts*, The Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis 2002.
- CNB *Monetary Strategy Document*, CNB, April 1999, document internetowy: http://www.cnb.cz/en/monetary_policy/strategic_documents/c_dms.html.
- Debelle G., Masson P., Savastano M., *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy*, Economic Issues No. 15, International Monetary Fund, Washington 1998.
- Drop J., Wojtyna A., *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego: przesłanki teoretyczne i doświadczenia wybranych krajów*, „Materiały i Studia” 2001, nr 118, NBP, Warszawa.
- Duwendag D. et al., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa 1996.
- Eijffinger S.C. i Geraats P.M. *How Transparent Are Central Banks?* Cambridge Working Papers in Economic No. 0411, Cambridge 2005.
- Forecasting Framework at NBR*, NBR, dokument internetowy: <http://www.bnro.ro/Forecasting-framework-at-NBR-3666.aspx>.
- Gălățescu A., *The Forecasting and Modelling Process at the National Bank of Roumania*, NBR, Materiały zaprezentowane na konferencji Bułgarskiego Banku Narodowego *Forecasting Models and Procedures of EU Central Banks*, Sofia, 23 kwietnia 2008.
- Geraats P.M., *Transparency of Monetary Policy: Does the Institutional Framework Matter?* University of Cambridge Spring Seminar, 2002.
- Grabarek G., Kłos B., Utzig-Lenarczyk G., *SOE-PL, model DSEG małej otwartej gospodarki estymowany na danych polskich. Metodologia, specyfikacja, wyniki estymacji i pierwsze zastosowania*, „Materiały i Studia”, nr 217, NBP, Warszawa 2007.
- Grabarek G., Utzig-Lenarczyk G., *Gospodarka polska w latach 1997-2006 widziana przez pryzmat modelu DSGE*, „Bank i Kredyt” 2009, nr 2.
- Inflation Report*, CNB, Prague, z lat 2007-2009.
- Inflation Report*, NBR, Bucharest, z lat 2007-2009.
- Khan G., *Communicating a Policy Path: the Next Frontier in Central Bank Transparency?* Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review Q1 2007.
- Koloch G., *Stylizowany model DSEG małej gospodarki otwartej w niesymetrycznej unii walutowej – wnioski dla Polski*, w: *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie unii gospodarczej i walutowej, Projekty badawcze, część VIII*, NBP, Warszawa 2008.
- Kokoszcyński R., Stopyra J., *Dylematy wyboru celów pośrednich i operacyjnych w polityce pieniężnej Narodowego Banku Polskiego*, „Bank i Kredyt” 1996.
- Kowalak M., *Jakościowe aspekty polityki współczesnego banku centralnego*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 3, Bankowość centralna od A do Z.
- Leitemo K., *Open-Economy Inflation Forecast Targeting*, „German Economic Review” 2006, Vol. 7.
- Medium-term Forecast*, NBS, Bratislava, z lat 2005-2009.
- Monetary Policy in Hungary*, NBH, Budapest 2002.
- Monetary Programme of the NBS until the Year 2008*, NBS, Bratislava 2004.
- New Forecasting Model of the CNB, Forecasting and Policy Analysis*, NBC, Prague 2008.

- Pruski J., *Działalność antykryzysowa banków centralnych w dobie globalnego kryzysu finansowego*, w: *Działalność antykryzysowa banków centralnych*, Zeszyty BRE Bank – CASE, Warszawa 2009.
- Przybylska-Kapuścińska W., *Niestandardowe narzędzia polityki NBP w reakcji na kryzys finansowy*, w: *Podmioty sektora finansów publicznych wobec ryzyka i niepewności*, red. B. Filipiak, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu nr 26, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, Poznań 2009.
- Przybylska-Kapuścińska W., *Polityka pieniężna w krajach UE-8 w okresie poakcesyjnym*, w: *Studia Europejskie. Nowe uwarunkowania funkcjonowania UE-27*, red. E. Małuszyńska, Zeszyty Naukowe nr 119, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.
- Quarterly Report on Inflation*, NBH, Budapest z lat 2007-2009.
- Raport o inflacji*, NBP, z lat 2004-2009 (wybrane pozycje).
- Rzeszutek E., *Polityka kursu złotego – dylematy okresu przedakcesyjnego*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 7-8.
- Skořepa M., Kotlán V., *Assessing Future Inflation in Inflation Targeting: Forecasts or Simulations*, w: *Monetary Policy in Changing Environment*, BIS Paper No. 19, Basel 2003.
- Szpunar P., *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, PWE, Warszawa 2000.
- Szpunar P., *Skuteczna strategia polityki pieniężnej w małej gospodarce otwartej – wybór dla Polski*, w: „Bank i Kredyt” 2000, nr 7-8.
- M. Szyszko, *Polityka pieniężna w warunkach zwiększonego ryzyka na rynku finansowym*, w: *Podmioty sektora finansów publicznych wobec ryzyka i niepewności*, red. B. Filipiak, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu nr 26, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, Poznań 2009.
- Szyszko M., *Prognozowanie inflacji w polityce pieniężnej*, C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Szyszko M., *Wybór między warunkową a bezwarunkową prognozą inflacji*, w: *Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Finanse publiczne II*, red. B. Filipiak, B. Walczak, Zeszyty Naukowe nr 547 Ekonomiczne Problemy Usług, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2009.
- The CNB's inflation target and changes in monetary policy communication*, NBC, Prague 2007.
- Wojtyna A., *Szkice o polityce pieniężnej*, PWE, Warszawa 2004.
- Wojtyna A., *Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 7-8.
- Założenia polityki pieniężnej na rok 2005*, RPP, NBP, Warszawa 2004.
- Zeliaś A., Pawełek B., Wanat S., *Prognozowanie ekonomiczne. Teoria. Przykłady. Zadania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.

Magdalena Musielak-Linkowska

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

Zero jako granica obniżania nominalnych stóp procentowych

***Streszczenie.** Stabilizacja niskiej stopy inflacji, aczkolwiek pożądana i korzystna z punktu widzenia realnej sfery gospodarki, wiąże się z pewnymi problemami dla polityki stóp procentowych banku centralnego. Niektórzy ekonomiści określają ten problem jako granicę 0% dla obniżania nominalnych stóp procentowych. Przy założeniu, że granica ta istnieje, odpowiednio silny szok podażowy lub popytowy mógłby wepchnąć gospodarkę w spiralę deflacyjną. Większość badań dotyczących prawdopodobieństwa wystąpienia granicy 0% dla obniżenia nominalnych stóp procentowych wskazuje, że granica 0% jest nieistotna dla celu inflacyjnego na poziomie 2% lub wyższym. Z kolei dla celu inflacyjnego zawierającego się w przedziale 0-1% konsekwencje osiągnięcia granicy 0% istotnie wzrastają, a częstotliwość spadku nominalnych stóp procentowych do poziomu granicy 0% wzrasta do 33%.*

1. Wprowadzenie

Podstawowym celem polityki pieniężnej w większości krajów jest obecnie stabilizacja niskiego poziomu inflacji. Podstawowym powodem uznania stabilności cen za pierwszorzędną cel polityki monetarnej jest wzrastające wśród ekonomistów przekonanie, że niska inflacja pomaga zwiększać efektywność i wzrost gospodarczy w długim okresie. Trudno wskazać na jakiegokolwiek korzyści wysokiej i bardzo wysokiej inflacji, natomiast szkody ekonomiczne i społeczne utrzymywania się wysokiego wzrostu cen są rozległe.

Przeprowadzone badania empiryczne wskazują, że negatywny wpływ inflacji na stopę wzrostu gospodarczego znacznie wzrasta w przypadku wysokiej stopy inflacji, ale nie jest już tak bardzo istotny dla inflacji jednocyfrowej. Jednocześnie niektóre studia sugerują, że kombinacja większej nieprzewidywalności zmian cen i inflacji może prowadzić do znaczącego spowolnienia tempa wzrostu nawet przy stosunkowo niskiej stopie inflacji¹.

Związek pomiędzy inflacją a wzrostem dochodu mierzonego jako PKB jest zdecydowanie negatywny. Oznacza to, że wysoka inflacja prowadzi do spadku tempa wzrostu dochodu. Jednakże należy zauważyć, że o ile niska inflacja wiąże się z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego, o tyle sam proces dezinflacji może wpływać na spowolnienie tempa wzrostu dochodu. Ze zjawiskiem tym mamy do czynienia przede wszystkim wtedy, gdy proces dezinflacji rozpoczyna się od niskiego już poziomu inflacji².

Jednocześnie należy zauważyć, że większość powszechnie uznawanych korzyści wynikających z obniżenia inflacji pojawia się, gdy następuje obniżenie wzrostu cen z poziomu wysokiego do umiarkowanego bądź też z poziomu umiarkowanego do niskiego. Nie ma natomiast ogólnej zgody co do korzyści, jakie można by uzyskać w wyniku przejścia z już niskiego (około 3-5%) poziomu inflacji do całkowitej stabilności cen. Wynika to głównie z bardzo niewielkiego doświadczenia w zakresie długoletniej stabilności cen i przekonania o nieistotnym związku pomiędzy poziomem wzrostu gospodarczego a inflacją na bardzo niskim poziomie. Aczkolwiek sugeruje się, że prowadzenie polityki antyinflacyjnej w warunkach już niskiej stopy inflacji jest jak najbardziej pożądane ze względu na inne korzyści z tego wynikające, a mianowicie zredukowanie niepewności co do przyszłego poziomu inflacji, zmienności realnego wzrostu gospodarczego oraz zmniejszenie zmienności cen relatywnych, co doprowadzi w dalszej kolejności do jeszcze lepszej alokacji zasobów³.

Władze monetarne zatem tym bardziej koncentrują się na stabilności cen w długim okresie jako na celu finalnym polityki pieniężnej, im większe są długoterminowe skutki inflacji w odniesieniu do wzrostu gospodarczego.

Strategie osiągania celu inflacyjnego mogą być różne, aczkolwiek w ostatnich kilkunastu latach jedną z najpopularniejszych stała się strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, wprowadzająca między innymi ilościowo określony cel inflacyjny. W krajach rozwiniętych tak zdefiniowany cel inflacyjny polityki pie-

¹ R. Judson, A. Orphanides, *Inflation, Volatility, and Growth*, w: Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series, nr 96/16, Athanasios 1996, s. 37-40.

² A. Ghosh, S. Phillips, *Inflation, Disinflation, and Growth*, Working Paper No. 68, International Monetary Fund, Washington 1998, s. 5-6.

³ M. Leidy, S. Tokarick, *Considerations in Reducing Inflation From Low to Lower Levels*, IMF Working Paper No. 109, 1998, s. 4-15.

nieżnej został osiągnięty i utrzymywana jest niska (2-5%) stopa wzrostu cen. Sukces ten jednakże postawił nowe wyzwania przed podmiotami realizującymi politykę pieniężną, w wyniku czego rozpoczęła się dyskusja na temat tego, jaki jest optymalny poziom inflacji przy uwzględnieniu zarówno korzyści wynikających z niskiej stopy wzrostu cen, jak również kosztów związanych z redukcją i stabilizacją stopy inflacji na niskim poziomie. Kolejną istotną kwestią stało się prowadzenie polityki monetarnej w warunkach niskich nominalnych stóp procentowych i zbliżania się ich poziomu do granicy 0%.

Istnienie granicy 0% dla obniżania nominalnych stóp procentowych może utrudniać wykorzystywanie krótkoterminowych stóp procentowych jako podstawowego instrumentu polityki pieniężnej w warunkach bardzo niskiej inflacji. Może się to przejawiać w braku możliwości przeciwdziałania większym szokom deflacyjnym, gdyż granica ta ograniczałaby wielkość, o jaką bank centralny może obniżyć nominalne stopy procentowe, a przez to również realne stopy procentowe. W takich warunkach odpowiednio silny szok mógłby wepchnąć gospodarkę w spiralę deflacyjną, kiedy to spada zarówno stopa inflacji, jak i oczekiwana inflacja, nominalne stopy procentowe w pewnym momencie spadają do granicy 0%, wówczas realne stopy procentowe rosną, zagregowany popyt i oczekiwana inflacja nadal spadają, co wywołuje dalszy wzrost realnych stóp procentowych itd. Alternatywami do obniżania nominalnych stóp procentowych banku centralnego w takich warunkach może być stosowanie różnych instrumentów zwiększających podaż pieniądza, takich jak: bardziej aktywne wykorzystywanie polityki fiskalnej, nałożenie „podatku od posiadania gotówki” w celu obniżenia granicy dla obniżania nominalnych stóp procentowych poniżej zera, zwiększenie transferów dla sektora prywatnego, wykorzystywanie operacji otwartego rynku do zakupu obligacji skarbowych lub aktywów sektora prywatnego, zakup aktywów denominowanych w walutach obcych czy też nawet wystawianie opcji na podwyższenie stóp procentowych w określonym okresie w przyszłości⁴.

Ze względu na dynamicznie zmieniającą się w ostatnich 3 latach sytuację gospodarczą i spore zawirowania na rynkach finansowych temat granicy dla obniżania nominalnych stóp procentowych stał się wyjątkowo aktualny. W obliczu kryzysu, mającego swój początek w 2007 r., liczne banki centralne znacząco obniżyły krótkoterminowe stopy procentowe do poziomów najniższych w historii i bliskich zera, co jest sytuacją bez precedensu. Autorka opracowania podjęła zatem tę tematykę w związku z jej istotnym znaczeniem dla współczesnej polityki pieniężnej.

Niniejsze opracowanie ma na celu przybliżenie kwestii zerowych nominalnych stóp procentowych i granicy ich obniżania oraz zaprezentowanie bieżących

⁴ T. Yates, *Monetary Policy and the Zero Bound to Interest Rates: A Review*, ECB Working Paper No. 190, 2002, s. 8-9.

działań banków centralnych w okresie kryzysu lat 2007-2009, podkreślających aktualny charakter prezentowanych zagadnień. W pierwszej kolejności podjęto rozważania na temat tego, czy istnieje granica obniżania nominalnych stóp procentowych i czy jest nią zero. Następnie autorka zaprezentowała, na podstawie literatury tematu, badania empiryczne oparte na szerokich danych historycznych i analizujące, jakie jest prawdopodobieństwo osiągnięcia granicy 0%, kiedy i jakie znaczenie ma ta granica dla prowadzenia polityki pieniężnej i tempa wzrostu gospodarczego oraz z jakimi konsekwencjami należy się liczyć w przypadku jej wystąpienia. Kolejna część opracowania prezentuje zmiany stóp procentowych wybranych banków centralnych w ostatnich dwóch dekadach wraz ze zwięzłym opisem działań władz monetarnych, podejmowanych w latach kryzysu na rynkach finansowych 2007-2009. Na koniec dokonano podsumowania rozważań.

2. Zero jako granica obniżania nominalnych stóp procentowych

Rozważania na temat tego, czy istnieje granica dla obniżania nominalnych stóp procentowych i czy jest nią zero, należy przeprowadzić w dwóch wariantach:

- w pierwszym zakładamy, że nie występują żadne koszty związane z przechowywaniem i posiadaniem pieniądza, jak np.: koszty magazynowania, ochrony, transportu, ubezpieczenia, podatki itp.,
- w drugim zakładamy, że posiadanie i przechowywanie pieniądza gotówkowego związane jest z ponoszeniem określonych kosztów.

W obu powyższych przypadkach zakładamy, że każda jednostka pieniądza dostarcza wolny od ryzyka dochód na poziomie zero procent oraz pewne korzyści niepieniężne wynikające z wypełniania funkcji środka płatniczego i miernika wartości, wyższe niż mogą dać inne aktywa finansowe⁵.

W pierwszym wariantcie posiadanie pieniądza gotówkowego zapewnia dochód na poziomie co najmniej zero, gdyż nie są ponoszone żadne koszty związane z posiadaniem gotówki. Jeżeli rynkowa stopa procentowa bliskich substytutów pieniądza byłaby mniejsza od zera, to wówczas każdy podmiot maksymalizowałby korzyści utrzymując większe ilości gotówki przy stopie procentowej równej zero (i przy braku kosztów posiadania pieniądza gotówkowego), a nie kupując inne aktywa o ujemnych stopach procentowych. W takiej sytuacji granicę obniżania nominalnych stóp procentowych stanowi zero⁶.

⁵ D. Amirault, B. O'Reilly, *The Zero Bound on Nominal Interest Rates: How Important Is It?*, Bank of Canada Working Paper No. 6, 2001, s. 1.

⁶ *Ibidem*, s. 1-2.

Z kolei w drugim wariancie korzyści niepieniężne płynące z posiadania każdej dodatkowej jednostki pieniądza należy pomniejszyć o koszty związane z jej utrzymywaniem. Zakładając, że koszty marginalne posiadania pieniądza są stałe, bank centralny mógłby wprowadzić ujemną nominalną stopę procentową nie wyższą niż koszty marginalne posiadania gotówki. Wówczas, gdyby koszty utrzymywania gotówki wzrosły do rozmiarów redukujących korzyści wynikające z jej posiadania do wielkości nieistotnych, podmioty gospodarcze byłyby skłonne zamienić gotówkę na inne aktywa (posiadające ujemną stopę procentową, niższą od kosztów utrzymywania gotówki), gdyż nie musiałyby ponosić kosztów związanych z przechowywaniem pieniądza gotówkowego. Zatem w przypadku występowania kosztów przechowywania gotówki granicę obniżania nominalnych stóp procentowych wyznaczają koszty posiadania pieniądza gotówkowego⁷.

Pomijając chwilowo koszty utrzymywania gotówki założmy, że inne aktywa finansowe, jak na przykład bony skarbowe, poza przychodami odsetkowymi przynoszą ich posiadaczom również inne, niepieniężne korzyści, na przykład wynikające z określonego stopnia ich płynności, dla której płynność gotówki nie jest idealnym substytutem. W takiej sytuacji nominalne stopy procentowe mogłyby spaść poniżej zera, do poziomu równego odwrotności korzyści niepieniężnych płynących z posiadania danych aktywów finansowych. Podobnie granicę obniżania stopy procentowej poniżej zera mogą określać korzyści płynące z wykorzystywania gotówki w działalności, w której całkowita anonimowość jej właściciela jest wysoko cenioną wartością (hazard, nielegalna działalność gospodarcza). Im ważniejsza będzie anonimowość finansowania różnych działalności, tym będą gromadzone większe zasoby gotówki i akceptowana granica dla obniżania stóp procentowych będzie wyższa od zera⁸.

We współczesnych gospodarkach można by rozważać nieograniczone zasoby pieniądza gotówkowego i nieograniczone koszty jego przechowywania i nadzorowania. Wówczas koszty marginalne utrzymywania pieniądza gotówkowego mogłyby wzrosnąć od wartości nieistotnych utrzymywania gotówki w typowej współczesnej gospodarce rozwiniętej o przeciętnej stopie inflacji, do wartości znaczących. Wydaje się również uzasadnione, że koszty utrzymywania gotówki w krajach o prymitywnych systemach finansowych są wyższe aniżeli w krajach rozwiniętych. Można jednak przypuszczać, że koszty marginalne posiadania i przechowywania pieniądza gotówkowego nie przekroczą kilku punktów bazowych i tym samym możliwość obniżania stóp procentowych poniżej zera może okazać się znikoma⁹.

⁷ T. Yates, *Monetary Policy...*, s. 11.

⁸ Ibidem, s. 11-12.

⁹ B. T. McCallum, *Theoretical Analysis Regarding a Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates*, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 32, No. 4/2000, s. 873-874.

Podsumowując można zatem stwierdzić, że granica obniżania stóp procentowych będzie mniejsza od zera (*zero lower bound*) wówczas, gdy występują istotne koszty posiadania pieniądza gotówkowego oraz możliwe jest uzyskiwanie niepieniężnych korzyści z utrzymywania papierów wartościowych. Granica ta będzie natomiast większa od zera (*zero greater bound*), jeśli będą występowały określone korzyści niepieniężne z posiadania pieniądza gotówkowego, które nie będą się zmniejszały wraz ze wzrostem ilości gotówki (np. anonimowość). Z kolei założenie o braku kosztów związanych z posiadaniem gotówki, lub o ich nieistotnym charakterze, implikuje wniosek, że granicą obniżania nominalnych stóp procentowych jest zero (*zero bound*)¹⁰.

3. Prawdopodobieństwo osiągnięcia granicy 0% dla obniżania nominalnych stóp procentowych i jej konsekwencje

Znaczenie granicy 0% dla nominalnych stóp procentowych jako ograniczenia w realizacji polityki pieniężnej zależy przede wszystkim od takich czynników jak rodzaj, częstotliwość, głębokość i czas trwania różnych szoków, na które narażona jest gospodarka. Czynniki te naturalnie zmieniają się w zależności od czasu i kraju występowania, a ponadto podlegają wpływom polityki monetarnej i fiskalnej w danym regionie. W związku z tym, że zarówno same szoki, jak również polityka pieniężna i fiskalna są obecnie różne od tych, które występowały w przeszłości, wszelkie wnioski na podstawie danych z minionych okresów muszą być formułowane z dużą dozą ostrożności.

W kontekście mechanizmów transmisji monetarnej istnienie granicy dla obniżania nominalnych stóp procentowych może ograniczać skuteczność wpływu na zagregowany popyt. Wynika to z tego, że istnienie takiej granicy powoduje, iż powstaje pewien przedział, w którym realne stopy procentowe rosną wraz ze spadkiem stopy inflacji, a bank centralny nie ma już możliwości niwelowania tego procesu poprzez dalsze obniżanie nominalnych stóp procentowych. Naturalnie występuje również wiele innych czynników, które także mają wpływ na wysokość realnych stóp procentowych, jak na przykład zmienna w czasie premia za ryzyko, będąca różnicą pomiędzy stopami procentowymi banku centralnego a pozostałymi stopami procentowymi na rynku finansowym, czy poziom równowagi dla realnych stóp procentowych. Jednakże pomimo tego w warunkach występowania granicy 0% ukształtuje się pewien przeciętny

¹⁰ T. Yates, *Monetary Policy...*, s. 12-13.

poziom dochodu, który będzie niższy aniżeli możliwy do osiągnięcia, gdyby nie istniała granica dla obniżania nominalnych stóp procentowych¹¹.

Skrajnym następstwem występowania dolnej granicy dla obniżania nominalnych stóp procentowych na poziomie zera jest możliwość wpadnięcia gospodarki w tzw. pułapkę płynności. Svensson definiuje ją jako sytuację, kiedy w gospodarce jest wystarczająca ilość płynności, a nominalne stopy procentowe są równe zero. Oczekiwana inflacja jest równa różnicy pomiędzy nominalną i realną stopą procentową. Jeżeli realna stopa procentowa jest dodatnia, powoduje to powstanie oczekiwanej deflacji, w efekcie czego bieżąca deflacja oraz oczekiwania dalszej deflacji występują równolegle. W związku z tym pułapka płynności charakteryzuje się zerowymi nominalnymi stopami procentowymi oraz permanentną bieżącą i przewidywaną deflacją. W sytuacji pułapki płynności polityka monetarna jest nieefektywna w tym sensie, że wzrost operacji otwartego rynku polegających na skupie rządowych papierów wartościowych nie ma wpływu na ceny i popyt, gdyż dla podmiotów gospodarczych papiery wartościowe i gotówka przynoszą identyczny zerowy dochód. Stwierdzenie to jest prawdziwe tak długo, jak w gospodarce występują jeszcze papiery rządowe, utrzymują się oczekiwania deflacji i podmioty sektora prywatnego wierzą, że sytuacja ta się nie zmieni. W gospodarce otwartej wykorzystanie kanału kursu walutowego może pomóc bankowi centralnemu uniknąć wejścia gospodarki w pułapkę płynności¹².

Studiowanie historycznych doświadczeń różnych krajów może być interesującym doświadczeniem pomagającym oszacować ryzyko osiągnięcia przez nominalne stopy procentowe granicy ich obniżania na poziomie zero poprzez ustalenie, jak często i w jakich okolicznościach takie wydarzenia miały miejsce w przeszłości. Istotnymi doświadczeniami w tym zakresie była polityka monetarna Stanów Zjednoczonych w okresie wielkiego kryzysu w latach trzydziestych i kolejnych recesji w latach trzydziestych i czterdziestych XX w. oraz doświadczenia banku centralnego Japonii w latach dziewięćdziesiątych XX w. i na początku XXI w. Należy mieć jednak na uwadze, że wydarzenia te miały miejsce w zupełnie innych okolicznościach i warunkach gospodarczych aniżeli te, które występują we współczesnych gospodarkach.

W okresie wielkiego kryzysu w latach trzydziestych XX w. w Stanach Zjednoczonych stopa procentowa trzymiesięcznych bonów skarbowych spadła z nieco poniżej 5% w 1929 r. do nieco poniżej 1% w 1932 r. Następnie jej poziom utrzymywał się blisko 1% i aż do 1948 r. nie przekroczył 1%. W dwóch recesjach, w latach 1937 i 1945, następujących bezpośrednio po wielkim kryzysie lat trzydziestych, stopa procentowa bonów skarbowych znajdowała się na poziomie

¹¹ D. Amirault, B. O'Reilly, *The Zero Bound ...*, op. cit., s. 2.

¹² L. E. O. Svensson, *How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?*, Seminar Paper No. 680, Institute for International Economic Studies, Stockholm 1999, s. 27-28.

ok. 0,5% jeszcze przed rozpoczęciem recesji, co miało znacząco ograniczać pole manewru i elastyczność polityki banku centralnego. Obniżenie stopy procentowej o blisko 5% w okresie wielkiego kryzysu nie pozwoliło zatem trwale poprawić stanu gospodarki, która będąc nadal w bardzo słabej kondycji krótko po nim ponownie wpadała w recesję, a jednocześnie nie było już możliwości dalszego rozluźniania polityki monetarnej poprzez kolejne obniżki stóp procentowych¹³.

Podstawowa interpretacja polityki pieniężnej Zarządu Rezerwy Federalnej w latach trzydziestych XX w. uznająca ją za nieskuteczną w okresie deflacji i niskich stóp procentowych opiera się na hipotezie, że pomimo prowadzenia zdecydowanie ekspansywnej polityki monetarnej nie uzyskano odwrócenia spadkowego trendu wzrostu gospodarczego i cen. Jednakże głębsza analiza doświadczeń historycznych nie potwierdza tej hipotezy. Dane empiryczne wskazują raczej, że nie prowadzono konsekwentnie ekspansywnej polityki pieniężnej i przez większą część okresu wielkiego kryzysu Rezerwa Federalna wykazywała niechęć do polityki zwiększania podaży pieniądza. Ponadto stopy procentowe obniżano zbyt wolno, a skup długoterminowych papierów wartościowych, który miał zwiększyć płynność rynku finansowego, przeprowadzono najprawdopodobniej o dwa lata za późno. Zatem to raczej błędne rozumienie ówczesnej sytuacji gospodarczej i nieodpowiednia polityka władz monetarnych przyczyniły się do fatalnych wyników gospodarczych tamtego okresu, a nie rzekoma nieefektywność polityki pieniężnej w warunkach bardzo niskich stóp procentowych. W kolejnych ośmiu recesjach występujących po roku 1950 do końca XX w. stopy procentowe bonów skarbowych były obniżane w granicach 64-715 punktów bazowych, ale nigdy nie zbliżyły się do granicy 0% tak bardzo jak w latach trzydziestych i czterdziestych, pozostawiając władzom monetarnym możliwość dalszego rozluźniania polityki pieniężnej w razie konieczności¹⁴.

Sytuacja gospodarcza Japonii w ostatnim dwudziestoleciu zdecydowanie odbiegała od panującej w Stanach Zjednoczonych w okresie wielkiego kryzysu w latach trzydziestych XX w., w porównaniu z którym wydaje się jedną z wielu zwykłych recesji gospodarczych. Podstawowym błędem ówczesnych japońskich władz monetarnych wydaje się stosowanie krótkoterminowej (*overnight*) stopy procentowej jako podstawowego instrumentu wskazującego na kierunek realizowanej polityki pieniężnej, co należy uznać za nieadekwatne do panujących wówczas warunków gospodarczych. Od lutego 1999 r. do sierpnia 2000 r. bank centralny prowadził tzw. polity-

¹³ A. Orphanides, V. Wieland, *Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Interest Rates are Bounded at Zero*, FED Finance and Economic Discussion Series No. 35, 1998, s. 30-31.

¹⁴ A. Orphanides, *Monetary Policy in Deflation: The Liquidity Trap in History and Practice*, FED Working Paper No. 01, 2004, s. 4; A. Orphanides, V. Wieland, *Price Stability...*, s. 32.

kę zerowych stóp procentowych (ZIRP), polegającą na tym, że stopa procentowa *overnight* miała być utrzymywana na najniższym możliwym poziomie, a w praktyce była bliska zeru. Jednak od sierpnia 2000 r. do marca 2001 r. polityka ta została zawieszona, gdyż władze banku centralnego błędnie odczytały pierwsze pozytywne sygnały płynące z gospodarki jako trwałe odwrócenie trendu. Ponowne zacieśnienie polityki pieniężnej spowodowało bardzo szybki powrót na ścieżkę recesji. Dopiero wówczas bank centralny wprowadził politykę zwiększania podaży pieniądza i dopuścił do gromadzenia nadwyżkowych wolnych rezerw, co spowodowało spadek zarówno średnio-, jak i długoterminowych stóp procentowych. Zatem podobnie jak doświadczenia Rezerwy Federalnej, tak również polityka pieniężna banku centralnego Japonii w analizowanym okresie wskazuje raczej na błędy w realizacji polityki monetarnej jako przyczynę jej nieskuteczności i nie potwierdza tezy o zasadniczej nieefektywności polityki monetarnej w warunkach stóp procentowych bliskich zeru¹⁵.

Poza analizowaniem historycznych doświadczeń różnych banków centralnych prawdopodobieństwo i skutki spadku stóp procentowych do zera można również badać za pomocą modelu testującego efekty realizacji różnych celów inflacyjnych przy założeniu, że nie ma alternatywy dla stabilizacji stóp procentowych. Dostępne w literaturze analizy zostały wprowadzić przeprowadzone na podstawie różnych modeli i przy różnych założeniach, jednakże prowadzą do bardzo zbliżonych wniosków. Poniżej zostanie przedstawionych kilka badań dostępnych w literaturze przedmiotu.

Richard Black, Donald Coletti i Sophie Bonnier (1997) przeprowadzili analizę korzyści i kosztów stabilizacji inflacji na niskim poziomie. W tym celu przeprowadzili estymację krzywej Philipsa, wyznaczyli współczynniki wyrzeczenia, jak również zbadali zasadność pewnych argumentów wysuwanych przeciw utrzymywaniu zbyt niskiej stopy inflacji, jak np.: reperkusje na rynku pracy, wzrost deficytu budżetowego oraz istnienie ograniczenia dla obniżania nominalnych stóp procentowych (*interest rate floor*). Autorzy sprawdzali również, czy w warunkach stabilizowania niskiego poziomu inflacji istnieje granica dla obniżania nominalnych stóp procentowych, gdyż mogłoby to spowodować, że władza monetarna nie będzie w stanie znacząco obniżyć stóp procentowych, aby przywrócić stopę inflacji do poziomu celu inflacyjnego. Najważniejsze, z punktu widzenia niniejszego opracowania, wyniki badania dotyczące ryzyka spadku nominalnych stóp procentowych do zera zostały ujęte w tabeli 1¹⁶.

¹⁵ Ibidem, s. 4-19.

¹⁶ R. Black, D. Coletti, S. Monnier, *On the Costs and Benefits of Price Stability*, Conference Proceedings, Bank of Canada, 1997, s. 304.

W budowanym modelu autorzy założyli, że realne stopy procentowe wynoszą 4%. Wyniki analizy uzyskane w zakresie granicy obniżania nominalnych stóp procentowych pozwalają stwierdzić, że skutki ekonomiczne obniżenia inflacji do 0% przy istnieniu granicy dla obniżania nominalnych stóp procentowych na poziomie 0% byłyby takie same, jak w przypadku obniżenia inflacji do 2% i granicy obniżania stóp procentowych na poziomie 2%. Jeżeli cel inflacyjny przewyższa granicę obniżania stóp procentowych o 2 punkty procentowe, to skutki ekonomiczne istnienia takiej granicy są nieistotne. Natomiast jeśli realizowany cel inflacyjny byłby niższy od najniższego możliwego poziomu nominalnych stóp procentowych o co najmniej 1 punkt procentowy, to w takiej sytuacji istnienie ograniczenia dla obniżania stóp procentowych stanowiłoby poważny problem dla władz monetarnych i miałoby znaczący, negatywny wpływ na gospodarkę.

Tabela 1. Wpływ redukcji stopy inflacji do danego poziomu celu inflacyjnego na nominalne stopy procentowe

Częstotliwość (w %) osiągnięcia przez nominalne stopy procentowe granicy ich obniżania	Dla celu inflacyjnego		
	0%	1%	2%
Dla granicy 0%	1,39	0,69	0,14
Dla granicy 0,5%	2,78	0,90	0,41
Dla granicy 1,0%	6,31	1,39	0,69
Dla granicy 1,5%	9,64	2,78	0,90
Dla granicy 2,0%	b.d.	6,18	1,39

Źródło: R. Black, D. Coletti, S. Monnier, *On the Costs and Benefits of Price Stability*, s. 324.

Natomiast przy założeniu, że realne stopy procentowe wynoszą 0,5%, a cel inflacyjny 2%, czyli w warunkach występujących w wielu gospodarkach rozwiniętych na progu XXI w., okazałoby się, że niemal w 10% analizowanych okresów stopy procentowe osiągałyby najniższy dopuszczalny poziom 0%, przy wysokim, permanentnym spadku przeciętnego poziomu konsumpcji o 0,045 %. Generalnie badania modelu pozwoliły na sformułowanie wniosku, że im niższe są realne stopy procentowe, tym częściej nominalne stopy procentowe spadają do dolnej granicy ich obniżania i tym większy jest spadek przeciętnego poziomu konsumpcji¹⁷.

W innych badaniach Athanasios Orphanides i Volker Wieland (1998) zbadali skuteczność polityki pieniężnej przy założeniu racjonalnych oczekiwań

¹⁷ Ibidem, s. 323-325.

oraz zerowych, nominalnych stóp procentowych dla różnych poziomów celów inflacyjnych. Analizę przeprowadzili w dwóch wariantach: przyjmując założenie, że bank centralny postępuje zgodnie z regułą Taylora¹⁸ oraz zgodnie z regułą Hendersona-McKibbina¹⁹ w drugim wariantcie.

Autorzy zbudowali model gospodarki Stanów Zjednoczonych na podstawie danych z lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX w. Za jego pomocą oszacowali, jak często w badanych okresach dla przyjętych celów inflacyjnych i reguł prowadzenia polityki pieniężnej można się spodziewać spadku stóp procentowych do poziomu 0%. W ten sposób sprawdzali, czy granica 0% dla nominalnych stóp procentowych rzeczywiście może stanowić istotne ograniczenie dla prowadzenia skutecznej polityki monetarnej.

Należy zwrócić uwagę, że otrzymane rezultaty są wrażliwe na pewne ograniczenia wykorzystanego modelu. Prawdopodobnie najważniejsze zastrzeżenie dotyczy tego, że model zbudowano na podstawie danych z okresu stosunkowo spokojnego w gospodarce amerykańskiej, charakteryzującego się dosyć małą zmiennością popytu i niewielkimi szokami podażowymi, które z kolei wpływały na niską zmienność inflacji i dochodu. W związku z tym możliwe jest, że istotność granicy 0% dla nominalnych stóp procentowych wynikająca z tego badania jest niedoszacowana. Zatem w przypadku wystąpienia większych szoków aniżeli uwzględnione w modelu, ograniczenia dla polityki pieniężnej i częstotliwość spadania stóp procentowych do granicy 0% mogą okazać się większe, a wynikające z tego negatywne konsekwencje dla gospodarki bardziej dotkliwe. Z drugiej jednak strony przyjęcie założenia, że kanał stopy procentowej jest najistotniejszy dla władz monetarnych w procesie stabilizowania stopy inflacji, mogło spowodować przeszacowanie istotności granicy 0% dla nominalnych stóp procentowych poprzez zignorowanie pozostałych kanałów transmisji impulsów monetarnych.

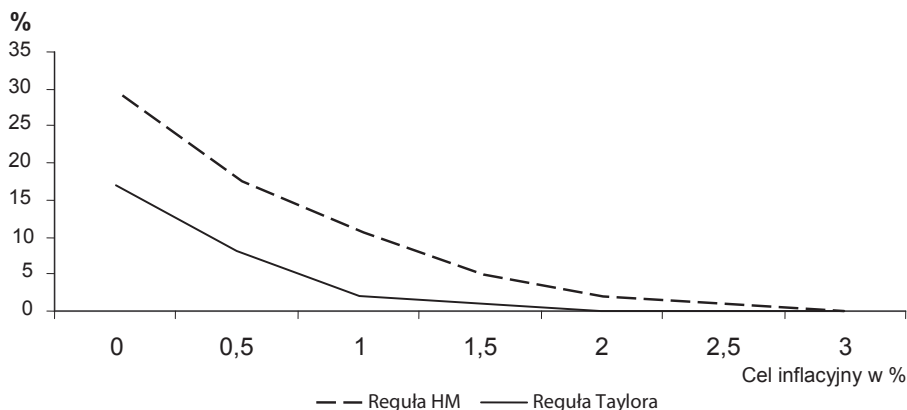
¹⁸ Taylor sformułował powyższą regułę w 1994 r. charakteryzując za jej pomocą sposób prowadzenia polityki pieniężnej przez System Rezerwy Federalnej (FED) pod rządami Alana Greenspana. Zgodnie z regułą Taylora, krótkookresowa stopa procentowa (stopa *overnight*) jest ustalana na podstawie oszacowanego odchylenia oczekiwanej inflacji i dochodu od wartości pożądanego oraz z uwzględnieniem krótkookresowej stopy procentowej zapewniającej pełne zatrudnienie. Reguła Taylora sugeruje prowadzenie stosunkowo restrykcyjnej polityki pieniężnej w przypadku, gdy inflacja przewyższa cel inflacyjny oraz gdy aktywność gospodarcza przekracza poziom optymalny z punktu widzenia pełnego zatrudnienia. W sytuacjach przeciwnych zalecana jest luźna polityka pieniężna i obniżanie stóp procentowych. Reguła Taylora może być optymalną regułą prowadzenia polityki monetarnej zasadniczo w gospodarce zamkniętej. Natomiast w gospodarce otwartej tę rolę pełni raczej wskaźnik restrykcyjności (MCI – *Monetary Condition Index*), wyznaczany jako ważona suma stopy procentowej i kursu walutowego.

¹⁹ Reguła Hendersona-McKibbina jest podobna do reguły Taylora i różni się od niej wyższymi współczynnikami przy odchyleniach dochodu i inflacji od ich wartości docelowych. Reguła Hendersona-McKibbina jest uważana za bardziej skuteczną w stabilizowaniu dochodu i inflacji aniżeli reguła Taylora, aczkolwiek jej stosowanie wiąże się z większą zmiennością nominalnej stopy procentowej.

Te z kolei mogą pozostać efektywne i okazać się ważniejsze od kanału stopy procentowej, jeśli wystąpienie granicy 0% doprowadziłoby do braku efektywności kanału stopy procentowej. Wyniki uzyskane w prezentowanym badaniu przedstawia wykres 1²⁰.

Na podstawie przeprowadzonej analizy autorzy badania sformułowali dwa podstawowe wnioski. Po pierwsze, dla celów inflacyjnych równych i większych niż 2% ryzyko spadku nominalnych stóp procentowych do poziomu 0% jest znikome i niemal równe zero. Po drugie, obniżanie celu inflacyjnego i stopy inflacji poniżej 1% wywołuje gwałtowny wzrost ryzyka spadku stóp procentowych do granicy 0%, jednocześnie znacznie zwiększając zmienność stopy inflacji i dochodu.

Wykres 1. Prawdopodobieństwo spadku nominalnych stóp procentowych do poziomu 0% dla różnych celów inflacyjnych



Źródło: A. Orphanides, V. Wieland, *Price Stability* ..., s. 45.

W przypadku stosowania reguły Hendersona-McKibbina aż w 30% badanych okresów można się spodziewać zerowych stóp procentowych, natomiast w przypadku stosowania łagodniejszej reguły Taylora stopy procentowe mogą się kształtować na poziomie 0% w ok. 15-20% badanych okresów dla inflacji równej 0%. Jednocześnie redukcja inflacji do poziomów bliskich 0% wywołuje znaczący wzrost zmienności stopy wzrostu gospodarczego. Wysoka wrażliwość uzyskanych wyników na wszelkie zmiany intensywności uwzględnionych zaburzeń w funkcjonowaniu gospodarki powoduje, że w przypadku wystąpienia silniejszych szoków gospodarczych aniżeli te, które dotknęły gospodarkę USA w latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych, nominalne stopy procentowe

²⁰ A. Orphanides, V. Wieland, *Price Stability* ..., s. 35.

znacznie częściej osiągałyby granicę 0% niż sugerują otrzymane wyniki badania i wywoływałyby jeszcze większą zmienność dochodu²¹.

David Reifschneider i John Williams (1999) przeprowadzili analizę wpływu granicy 0% dla nominalnych stóp procentowych na sytuację gospodarczą, wykorzystując model gospodarki USA. Podobnie jak Orphanides i Wieland przyjęli założenie, że bank centralny postępuje zgodnie z regułą Taylora lub zgodnie z regułą Hendersona-McKibbina. Analizowali oni również, w jaki sposób realizować politykę pieniężną, aby zwiększyć stabilność makroekonomiczną w warunkach stopy inflacji bliskiej zeru. W tym celu rozważali efekty różnych modyfikacji standardowej reguły Taylora.

Tabela 2. Częstotliwość spadku nominalnych stóp procentowych do poziomu 0% w warunkach stosowania reguły Taylora

Wyszczególnienie	Dla celu inflacyjnego				
	0%	1%	2%	3%	4%
Częstotliwość (w %) osiągnięcia granicy 0% przez nominalne stopy procentowe	14	9	5	1	< 1
Średnia długość (w kwartałach) okresu utrzymywania się stóp procentowych na poziomie 0%	6	5	4	3	2

Źródło: D. Reifschneider, J. C. Williams, *Three Lessons for Monetary Policy in a Low Inflation Era*, FED Finance and Economic Discussion Series No. 44, 1999, s. 25.

Wyniki badania uzyskane przez Reifschneidera i Williamsa wskazują, że najczęściej nominalne stopy procentowe mogą spaść do 0% w przypadku stabilizowania inflacji na poziomie 0%. Spadek taki może się wydarzyć w 14% przyszłych okresów i ma trwać przeciętnie 6 kwartałów. Częstotliwość osiągnięcia granicy 0% jest wysoka również dla celu inflacyjnego wynoszącego 1% i wynosi aż 9%. Wraz ze wzrostem poziomu celu inflacyjnego ryzyko spadku stopy procentowej do granicy 0% spada do poziomu nieistotnego – dla inflacji na poziomie 4% ryzyko jest mniejsze niż 1%. Jednocześnie znacznie skraca się długość okresów utrzymywania się stóp procentowych blisko 0%. Należy też zauważyć, że częstotliwość okresów bardzo niskich stóp procentowych wraz ze spadkiem inflacji nie wzrasta liniowo, ale znacznie szybciej, zwłaszcza dla inflacji mniejszej niż 2%. Badanie wykazało również, że dla inflacji większej lub równej 2% częstotliwość i długość trwania okresów spadku aktywności gospodarczej (odpowiednio ok. 2% badanego okresu i przeważnie krócej niż rok) są znacząco mniejsze aniżeli dla inflacji poniżej 2%. Stabilizacja stopy inflacji na poziomie bliskim 0% będzie

²¹ Ibidem, s. 33-35.

się wiązała ze zwiększeniem częstotliwości występowania okresów obniżonej aktywności gospodarczej do 5% i wydłużeniem ich średniej długości do 1,5 roku. Generalnie skutkiem istnienia granicy 0% dla nominalnych stóp procentowych jest zmniejszenie częstotliwości występowania płytkich recesji oraz zwiększenie prawdopodobieństwa pojawienia się głębokich, długich okresów spadku aktywności gospodarczej. Otrzymane wyniki wskazują zatem na spadek stabilności makroekonomicznej w przypadku stabilizacji stopy inflacji na poziomie bliskim 0% przez bank centralny postępujący zgodnie z regułą Taylora, przy założeniu realnych stóp procentowych w przedziale 0,5-2 %²².

Tabela 3. Nominalne stopy procentowe na poziomie 0% w warunkach stosowania reguły Hendersona-McKibbina

Wyszczególnienie	Dla celu inflacyjnego				
	0%	1%	2%	3%	4%
Częstotliwość (w %) osiągnięcia granicy 0% przez nominalne stopy procentowe	31	24	17	11	7
Średnia długość (w kwartałach) okresu utrzymywania się stóp procentowych na poziomie 0%	6	5	4	3	3

Źródło: D. Reifschneider, J. C. Williams, *Three Lessons...*, s. 32.

W drugim wariantcie badania założono, że bank centralny stosuje regułę Hendersona-McKibbina. Rezultaty otrzymane w tej wersji analizy są zasadniczo zbieżne z wynikami stosowania reguły Taylora, jednak większa agresywność działań monetarnych stosujących tę regułę przekłada się na ogromny wzrost częstotliwości spadku stóp procentowych do 0% w przypadku stabilizacji stopy inflacji na poziomach mniejszych niż 2%. Dla inflacji 0% aż w 30% prognozowanych okresów przewidywany jest spadek nominalnych stóp procentowych do 0%. Długość okresów utrzymywania się stopy procentowej na granicy 0% jest zbieżna z długością tegoż okresu w przypadku stosowania reguły Taylora. Autorzy badania sformułowali również wniosek, że stosowanie reguły Hendersona-McKibbina, pomimo większej częstotliwości osiągnięcia przez stopy procentowe granicy 0%, pozwala lepiej stabilizować dochód i inflację, gdyż silniejsze tłumienie wahań tych parametrów zmniejsza ryzyko wejścia gospodarki w potencjalnie destrukcyjne środowisko deflacji²³.

Benjamin Hunt i Douglas Laxton (2001) przeprowadzili analizę wpływu granicy 0% dla nominalnych stóp procentowych na politykę pieniężną i gospo-

²² D. Reifschneider, J. C. Williams, *Three Lessons...*, s. 27-30.

²³ Ibidem, s. 30-31.

darkę na podstawie międzynarodowego modelu makroekonomicznego stosowanego przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, a dokładniej przy użyciu modułu tego modelu dla gospodarki Japonii. Ich badania zostały przeprowadzone w dwóch kierunkach. Z jednej strony sprawdzali oni, w jaki sposób instytucjonalny kształt polityki pieniężnej, rozumiany jako rodzaj stosowanej reguły oraz poziom wyznaczonego celu inflacyjnego, wpływa na prawdopodobieństwo spadku stóp procentowych do poziomu 0% i jaki ma to wpływ na realną sferę gospodarki. Z drugiej strony przeprowadzili analizę innych (różnych od kanału krótkoterminowej stopy procentowej) kanałów polityki pieniężnej i fiskalnej, które mogą zostać wykorzystane do stymulowania gospodarki w sytuacji, kiedy to trwałe negatywne szoki doprowadziły do obniżenia nominalnych stóp procentowych do poziomu bliskiego granicy 0%. Wśród tychże kanałów autorzy badania uwzględnili: zwiększanie wydatków publicznych w ramach polityki fiskalnej, zobowiązanie się władz monetarnych do równoważenia każdego spadku poziomu cen (zobowiązanie się władz monetarnych do utrzymywania przyszłej inflacji), kanał kursu walutowego (silną deprecjację nominalnego kursu walutowego połączoną z wiarygodnym zobowiązaniem władz monetarnych do utrzymywania określonego poziomu cen w średnim okresie) oraz stałe podnoszenie poziomu celu inflacyjnego (formułowanego jako określona stopa inflacji)²⁴.

Tabela 4. Prawdopodobieństwo spadku nominalnych stóp procentowych do poziomu 0% w Japonii

Wyszczególnienie	Dla celu inflacyjnego			
	0%	0,5%	1%	2%
Częstotliwość (w %) osiągnięcia granicy 0% przez nominalne stopy procentowe (reguła Taylora)	9	5	2	1
Częstotliwość (w %) osiągnięcia granicy 0% przez nominalne stopy procentowe (reguła zbliżona do reguły Taylora, ale bardziej agresywna)	14	8	5	2
Częstotliwość (w %) osiągnięcia granicy 0% przez nominalne stopy procentowe (równoważenie spadków poziomu cen)	10	7	4	1

Źródło: B. Hunt, D. Laxton, *The Zero Interest Rate Floor ...*, s. 27-29, 36.

Opisana wyżej analiza polityki pieniężnej dla Japonii pozwoliła wyciągnąć wnioski podobne do tych, które się nasuwały na podstawie innych badań przedstawionych w niniejszym opracowaniu. Redukcja stopy inflacji do poziomu bli-

²⁴ B. Hunt, D. Laxton, *The Zero Interest Rate Floor (ZIF) and its Implications for Monetary Policy in Japan*, IMF Working Paper No. 186, 2001, s. 3-4.

skiego zera powoduje nieproporcjonalnie większy wzrost prawdopodobieństwa spadku nominalnych stóp procentowych do zera – nawet do 14% w przypadku celu inflacyjnego na poziomie 0%. Jednocześnie z badania Hunta i Laxtona wynika, że redukcja stóp procentowych do tak niskiego poziomu wywoła większą zmienność stopy inflacji, natomiast, odmiennie niż wskazywały inne prezentowane badania, nie wpłynie istotnie na zmienność dochodu²⁵.

Hunt i Laxton przeprowadzili również podobne symulacje wprowadzając różne modyfikacje do reguł stosowanych przez bank centralny. Jedną z nich było zobowiązanie władzy monetarnej do realizacji celu inflacyjnego przy jednoczesnym równoważeniu wszelkich spadków poziomu cen. Rezultaty tego badania są bardzo zbliżone do wyników otrzymanych dla stosowania przez bank centralny reguły Taylora. Odmienność polega na tym, że zobowiązanie władzy monetarnej do równoważenia wahań samego poziomu cen przy równoczesnej realizacji celu inflacyjnego powoduje, iż zmienność stopy inflacji jest mniejsza aniżeli w badaniu zakładającym stosowanie reguły Taylora i jej bardziej agresywnych odmian, natomiast zmienność dochodu i jego odchylenia od wartości potencjalnej są większe.

W ramach analizy alternatywnych kanałów polityki monetarnej i fiskalnej, które mogą być zastosowane w sytuacji, gdy nominalne stopy procentowe osiągną granicę 0%, autorzy opracowania stwierdzili, że wszystkie cztery zaproponowane działania okazały się skuteczne.

Zwiększenie wydatków budżetowych wyeliminowało dodatkowe straty dochodu, które występowały, gdy cel inflacyjny określano na poziomie 0%. Po 20 latach skumulowana strata dochodu wyniosła 2,2% i była niemal identyczna ze skumulowaną stratą dochodu 2,1%, odpowiadającą celowi inflacyjnemu na poziomie 2%, natomiast nominalne stopy procentowe wzrosły istotnie po czterech latach od osiągnięcia granicy 0%. W przypadku zobowiązania władz monetarnych do utrzymywania stałego poziomu cen skumulowana strata dochodu zmalała nieznacznie z 3,4 do 3,0%, nominalne stopy procentowe pozostały z pobliżu granicy 0% przez pięć lat (w stosunku do siedmiu lat w przypadku niestosowania tegoż zobowiązania), a spadki poziomu cen zostały całkowicie zrównoważone. Deprecjacja kursu walutowego połączona z realizacją średnioterminowego celu w postaci poziomu cen (5% powyżej poziomu cen, jaki występował w momencie pojawienia się negatywnych szoków w gospodarce i 15% deprecjacja nominalnego kursu walutowego) dała jeszcze lepsze rezultaty. W tym przypadku skumulowana strata dochodu została ograniczona do 1,6%, a nominalne stopy procentowe pozostały w pobliżu 0% również przez pięć lat zamiast siedmiu. Z kolei zobowiązanie władz monetarnych do uzyskania wzrostu stopy inflacji w okresie 4 lat z 0 do 2% powoduje istotny spadek

²⁵ B. Hunt, D. Laxton, *The Zero Interest Rate Floor...*, s. 25-27.

realnych stóp procentowych, który przyczynia się do znacznego wzrostu popytu wewnętrznego, a luka popytowa zostaje zamknięta²⁶.

Generalnie badania przeprowadzone przez Hunta i Latona prowadzą do wniosku, że w przypadku gospodarki Japonii obniżanie celu inflacyjnego poniżej 2% powoduje istotne zagrożenie, wynikające z trwałego braku zdolności władz monetarnych do pożądanej redukcji realnych stóp procentowych, które jest wynikiem obniżenia nominalnych stóp procentowych do granicy 0%. Pomimo że wyniki analizy wskazują na alternatywne instrumenty pozostające w gestii polityki pieniężnej i fiskalnej, które mogą zostać skutecznie wykorzystane w takiej sytuacji, to jednak wydaje się, że najbardziej efektywnym sposobem redukcji negatywnych konsekwencji występowania granicy 0% dla nominalnych stóp procentowych jest trwale utrzymywanie celu inflacyjnego na poziomie wyższym niż 2%²⁷.

Klaus Adam i Roberto Billi (2004) przeprowadzili badania w podobnym zakresie na modelu gospodarki USA dla lat 1983-2002. Analizowali oni, jak ważna jest granica 0% dla obniżania nominalnych stóp procentowych w gospodarce amerykańskiej i jak polityka pieniężna powinna być prowadzona w warunkach, kiedy stopy procentowe przyjmują wartości bliskie zeru. Z ich badań wynika, że spadek nominalnych stóp procentowych do 0% prawdopodobnie wystąpi tylko w 1 kwartale na 17 lat i utrzyma się przeciętnie w ciągu 1,4 kwartału, a prawdopodobieństwo, że stopy procentowe pozostaną na poziomie 0% dłużej niż 4 kwartały, wynosi zaledwie 1,8%. Jednocześnie ewentualny spadek stóp procentowych do granicy 0% nie wpłynie na zmienność dochodu i inflacji, gdyż ich odchylenia od wartości docelowych mogą się różnić od występujących przeciętnie tylko o 0,01%. Zdaniem autorów tego badania optymalna polityka pieniężna w warunkach niskiej inflacji polega na podejmowaniu przez władze monetarne bardziej agresywnych działań z wyprzedzeniem czasowym, zanim stopy procentowe spadną do poziomu bliskiego 0%. Takie prewencyjne działania mają być efektywne, gdyż władza monetarna antycypuje możliwość osiągnięcia granicy 0%, które wzmacniałoby negatywne skutki występujących w gospodarce szoków. Bardziej zdecydowana i szybsza reakcja polityki pieniężnej w takiej sytuacji przeciwdziała zwiększaniu efektów tychże szoków, wywołanemu spadkiem nominalnych stóp procentowych do granicy 0%. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że bardzo ważnym założeniem w prezentowanym badaniu jest wysoka wiarygodność władz monetarnych, którą odzwierciedla uwzględniona w modelu oczekiwana inflacja. Ponieważ jednak podczas realizacji dyskrecjonalnej polityki pieniężnej parametr ten trudno uwzględnić, można przypuszczać, że

²⁶ Ibidem, s. 16-21.

²⁷ Ibidem, s. 32.

rzeczywiste straty dochodu wynikające z istnienia granicy 0% dla obniżania nominalnych stóp procentowych mogą być większe²⁸.

Günter Coenen (2003) przeprowadził badanie skutków istnienia granicy 0% dla obniżania nominalnych stóp procentowych oraz wpływu bardzo niskiego poziomu stóp procentowych na inflację oraz dochód w strefie euro. W analizie prawdopodobieństwa spadku nominalnych stóp procentowych do zera autor badania przyjął założenie, że poziom realnej stopy procentowej zapewniającej pełne zatrudnienie wynosi 2%, władza monetarna stosuje regułę Taylora²⁹, a gospodarka Europy narażona jest na szoki podobne do tych, jakie występowały w przeszłości. Analiza przeprowadzona została w dwóch wariantach: dla niewielkiej uporczywości inflacji oraz dla trwałego utrzymywania się określonej stopy inflacji, gdyż autor uznał, że stopień uporczywości inflacji jest istotnym czynnikiem wpływającym na zdolność władzy monetarnej do stabilizowania stopy inflacji względem dochodu. Ważnym założeniem przyjętym przez Coenena jest również to, że w badanym modelu uwzględnił okresy zwiększonych wydatków publicznych, które ma stosować władza fiskalna w czasie spadku koniunktury, aby zapobiegać wpadnięciu gospodarki w spiralę deflacyjną. Choć założenie to wydaje się uzasadnione, to jednak *a priori* nie ma gwarancji, że w rzeczywistości taki wzrost wydatków budżetowych nastąpi. Ich brak może powodować, że skutki występowania granicy 0% wynikające z badania mogą być zaniżone³⁰.

Tabela 5. Prawdopodobieństwo spadku nominalnych stóp procentowych do poziomu 0% w strefie euro

Wyszczególnienie	Dla celu inflacyjnego			
	0%	1%	2%	3%
Częstotliwość (w %) osiągnięcia granicy 0% przez nominalne stopy procentowe (reguła Taylora)	17	7	2	0
Częstotliwość (w %) osiągnięcia granicy 0% przez nominalne stopy procentowe (reguła bardziej agresywna niż reguła Taylora)	33	24	17	11

Źródło: G. Coenen, *Zero Lower Bound: Is It a Problem in the Euro Area?*, ECB Working Paper No. 269, 2003, s. 19.

²⁸ K. Adam, R. M. Billi, *Optimal Monetary Policy under Commitment with a Zero Bound on Nominal Interest Rates*, ECB Working Paper No. 377, 2004, s. 4-6, 23-25.

²⁹ Autorzy prezentowanego badania zastosowali regułę Taylora dla polityki pieniężnej w całej strefie euro, gdyż wcześniejsze badania wykazały, że w Europie zgodne z regułą Taylora były zasadniczo działania Bundesbanku, a ponieważ bank ten cieszył się wysoką wiarygodnością i skutecznością, można z dużym prawdopodobieństwem założyć, iż Europejski Bank Centralny będzie prowadził bardzo podobną politykę monetarną.

³⁰ G. Coenen, *Zero Lower Bound...*, s. 2-8.

Wyniki analizy wskazują, że w przypadku stosowania reguły Taylora i niskiej uporczywości inflacji ryzyko spadku nominalnych stóp procentowych do 0% jest znikome dla celu inflacyjnego na poziomie 1% lub wyższym. W przypadku stabilizowania inflacji na poziomie 0% stopy procentowe mogłyby spaść do granicy 0% w 17% przyszłych okresów. Wpływ zerowej stopy procentowej na inflację i dochód jest zauważalny, ale ekonomicznie nieistotny, jeżeli cel inflacyjny zostanie ustalony na poziomie równym lub wyższym niż 1%. Natomiast wysoka uporczywość inflacji spowoduje, że granica 0% stanie się problemem dla władz monetarnych już dla celu inflacyjnego poniżej 2% i wywoła znaczny spadek dochodu³¹.

Gdyby jednak władza monetarna nie stosowała reguły Taylora, a inną, bardziej agresywną, wówczas już dla celu inflacyjnego 2% nominalne stopy procentowe spadłyby do poziomów bliskich 0% w 17% badanych okresów, a dla inflacji 0% ryzyko spadku stóp procentowych do zera wzrosłoby aż do 33%.

4. Stopy procentowe wybranych banków centralnych w latach 1990-2009

Problem granicy 0% dla obniżania nominalnych stóp procentowych, jakkolwiek już wystąpił w XX w. w gospodarce Japonii i Stanów Zjednoczonych, wydaje się szczególnie aktualny w wielu współczesnych gospodarkach rozwiniętych, w erze niskiej i stabilnej stopy inflacji. Problem ten jest tym bardziej istotny, że wiele banków centralnych realizuje politykę pieniężną na podstawie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, wyznaczając ilościowy cel inflacyjny. W tym kontekście ważna staje się kwestia optymalnego poziomu tegoż celu inflacyjnego, gdyż jak wynika z powyższej analizy badań dostępnych w literaturze przedmiotu, wyznaczenie celu inflacyjnego na zbyt niskim poziomie znacząco wpływa na wzrost ryzyka obniżenia nominalnych stóp procentowych do granicy 0%, co z kolei wywołuje dalsze ograniczenia w realizacji polityki pieniężnej i brak możliwości wykorzystywania istotnego kanału transmisji monetarnej, którym jest kanał stopy procentowej, jak również wywołuje dodatkowe straty w sferze dochodu.

Podczas recesji gospodarczych banki centralne często wyznaczają dodatkowe (oprócz celu inflacyjnego), ilościowe i jakościowe cele polityki pieniężnej. Bardzo często stosowanym celem dodatkowym jest poziom krótkoterminowej stopy procentowej, gdyż jej właściwy poziom ma pomóc w utrzymaniu odpowiedniej płynności rynków finansowych oraz wpływać na pozostałe sto-

³¹ Ibidem, s. 10-12.

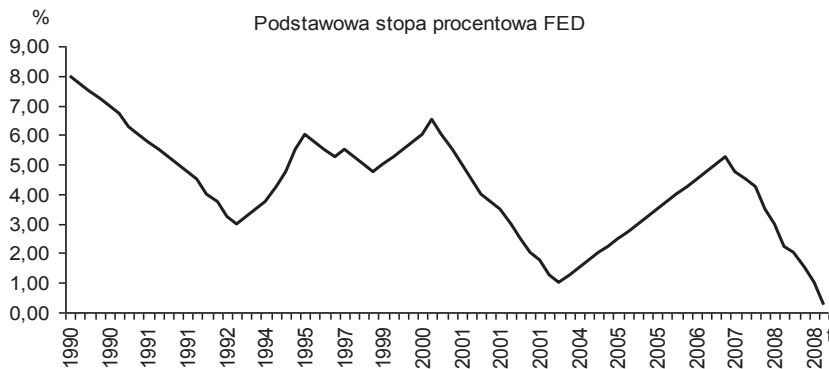
py procentowe rynku finansowego, które z kolei odgrywają pierwszorzędną rolę w transmisji impulsów monetarnych. Banki centralne wprawdzie zawsze starają się stabilizować krótkoterminowe stopy procentowe, jednakże w okresach recesji cele te bywają bardziej eksponowane. Jeżeli relacja pomiędzy krótkoterminową, nominalną stopą procentową banku centralnego, pozostałymi stopami procentowymi rynku finansowego oraz płynnością rynku finansowego zostaje zaburzona, to wówczas bank centralny musi rozważyć zmianę poziomu celu lub też poszukać innych sposobów wpłynięcia na rynkowe stopy procentowe, aby stabilność rynku finansowego uległa poprawie lub przynajmniej nie podlegała głębszemu zachwianiu³².

Kwestia znacznego obniżania nominalnych stóp procentowych banku centralnego do poziomów bliskich zeru stała się bardzo istotna w obliczu obecnego światowego kryzysu finansowego i gospodarczego, który rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych w roku 2007. Reakcją większości banków centralnych na rozwijający się kryzys finansowy było, między innymi, gwałtowne obniżanie nominalnych, krótkoterminowych stóp procentowych, często do historycznie niskich poziomów, bliskich 0%. Należy jednak mieć na uwadze, że redukcje stóp procentowych i rozluźnienie polityki monetarnej, zgodnie z wyjaśnieniami banków centralnych dotyczącymi ich działań, nie były odpowiedzią bezpośrednio na zawirowania na rynkach finansowych, ale reakcją banków na efekty wtórne tychże zawirowań, wpływające na stopę inflacji i realną sferę gospodarek. Wykresy 4-6 prezentują zmiany podstawowych stóp procentowych wybranych banków centralnych w ostatnich dwóch dekadach. Zawirowania na rynkach finansowych mające swój początek w 2007 r. doprowadziły do spadku stóp procentowych banków centralnych do poziomów najniższych w historii, bliskich granicy 0%. Tylko w Japonii stopy procentowe osiągnęły jeszcze niższy poziom w roku 2001, w pozostałych krajach tak niskich stóp procentowych na przestrzeni prezentowanego okresu nie notowano. Poniżej przedstawiono także bardzo zwięzły opis motywów działań i decyzji wybranych banków centralnych podczas kryzysu w latach 2007-2009.

Zarząd Rezerwy Federalnej przeprowadził pierwszą obniżkę krótkoterminowej stopy procentowej w sierpniu 2007 r., redukując ją z wyjściowego poziomu 5,25% do 0,00-0,25% w grudniu 2008 r. Swoje decyzje uzasadniał koniecznością zwiększenia dostępności kredytu dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych uznając, że obniżanie stóp procentowych będzie właściwym sposobem na zrównoważenie negatywnych efektów bardzo trudnej sytuacji na rynku finansowym. Zarówno FED, jak i inne banki centralne żywiły sporą obawę, że drastyczny kryzys na rynku finansowym przełoży się na głęboką recesję w realnej sferze gospodarki w wyniku wielu negatywnych interakcji między rynkiem finansowym a sferą

³² A. Chailloux, S. Gray, U. Klüh, S. Shimizu, P. Stella, *Central Bank Response to the 2007-2008 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Drawn*, IMF Working Paper No. 210, 2008, s. 8.

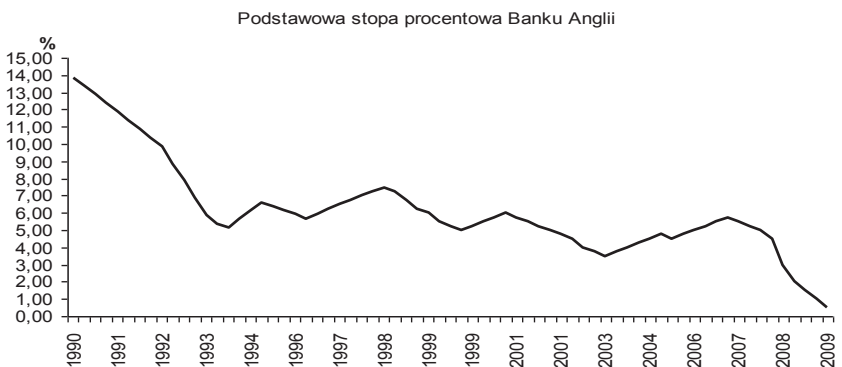
Wykres 2. Zmiany podstawowej stopy procentowej FED w latach 1990-2009



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Rezerwy Federalnej.

realną gospodarkę. Za najbardziej niebezpieczne uznano ograniczenie dostępności kapitału dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych wynikające z zacieśnienia polityki kredytowej banków komercyjnych dotkniętych kryzysem i ich narastającej niechęci do udzielania kredytów podmiotom niefinansowym, jak również na rynku międzybankowym. Stopa procentowa Rezerwy Federalnej niemal osiągnęła granicę 0%, wzrost gospodarczy w trzech kwartałach 2008 r. i pierwszych dwóch kwartałach 2009 r. pozostawał ujemny, powracając na ścieżkę wzrostu w III kwartale 2009 r. W styczniu 2009 r. Rezerwa Federalna po raz pierwszy ogłosiła realizację oficjalnego długookresowego celu inflacyjnego na poziomie 1,7-2,0%, co ma się przyczynić do stabilizacji oczekiwań inflacyjnych. Jednakże stopy procentowe niemal na granicy 0% i rozbieżność ich poziomu od celu inflacyjnego mniejsza niż 2 punkty procentowe mogą mieć negatywny wpływ na realną sferę gospodarki i ograniczać zakres możliwych działań banku centralnego.

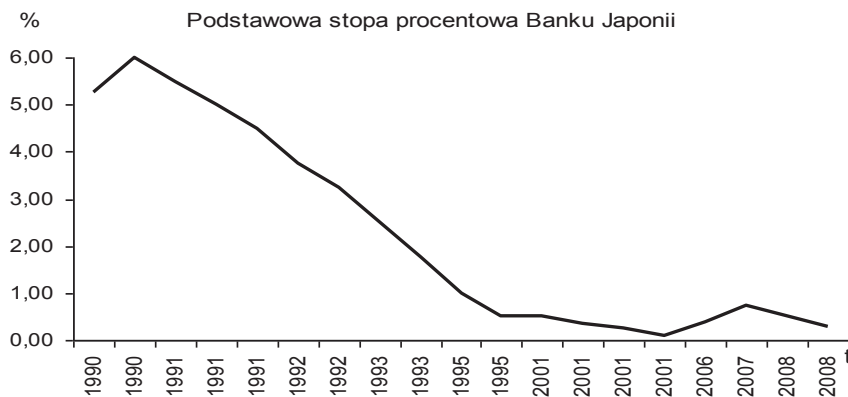
Wykres 3. Zmiany podstawowej stopy procentowej Banku Anglii w latach 1990-2009



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Anglii.

Bank Anglii pierwszej obniżki podstawowej stopy procentowej dokonał w grudniu 2007 r. i w okresie do marca 2009 r. stopa ta została zredukowana z 5,75 do 0,5% – poziomu najniższego w historii. W uzasadnieniach swoich decyzji brytyjskie władze monetarne wielokrotnie podkreślały, podobnie jak FED, że największy negatywny wpływ na popyt oraz na stopę inflacji ma pogarszająca się dostępność kredytów oraz bardzo słaba sytuacja gospodarcza w Stanach Zjednoczonych. Przy stopie procentowej poniżej 1%, a zatem również bliskiej granicy 0%, i celu inflacyjnym na poziomie 2%, również wzrost gospodarczy osiągał rekordowo niskie poziomy: po 6 kwartałach spadku PKB w Wielkiej Brytanii osiągnął wartości dodatnie dopiero w IV kwartale 2009 r., a od roku 2001 tylko w dwóch kwartałach przekroczył 1%³³. Biorąc pod uwagę rozważania prezentujące badania innych autorów w niniejszym opracowaniu można przypuszczać, że stopa procentowa bliska granicy 0% i rozbieżność pomiędzy jej poziomem a poziomem celu inflacyjnego poniżej 2 punktów procentowych w okresie kryzysu 2007-2009, mogły się dodatkowo przyczynić do bardzo słabych wyników gospodarki brytyjskiej w tymże okresie.

Wykres 4. Zmiany podstawowej stopy procentowej Banku Japonii w latach 1990-2009



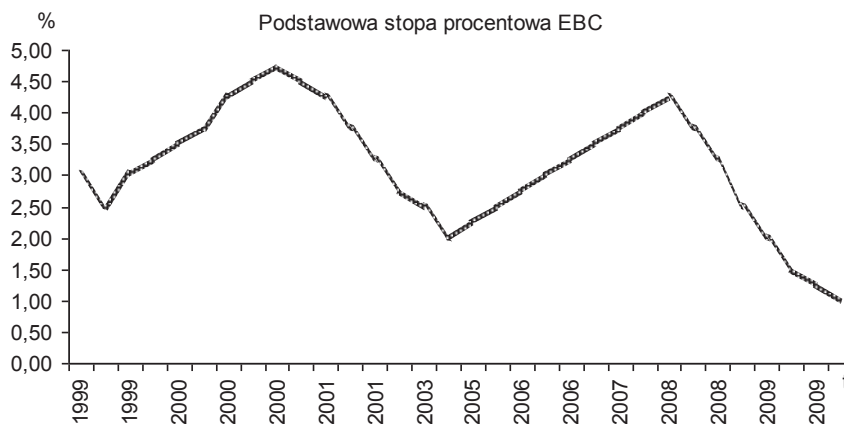
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Japonii.

Z kolei w Japonii od września 2001 r. do lutego 2007 r. bank centralny stopniowo podnosił stopy procentowe, które w trzecim kwartale 2001 r. osiągnęły 0,1% i tym samym znalazły się na najniższym poziomie w historii. Okres podnoszenia stóp procentowych trwał do lutego 2007 r., kiedy to osiągnęły one poziom 0,75%. W okresie obecnego kryzysu finansowego również Bank Japonii ponownie zaczął obniżać stopy procentowe: w październiku i w grudniu 2008 r. odpowiednio o 0,25 i 0,2%, do poziomu 0,3%. Pomimo dokonywania

³³ Dane na podstawie: www.stats.oecd.org

obniżek stóp procentowych Bank Japonii utrzymał swoje neutralne nastawienie w polityce pieniężnej, uzasadniając to dużą niepewnością co do dalszego rozwoju sytuacji gospodarczej i kierunku zmian stopy inflacji. Jednocześnie władze monetarne przewidywały, że gospodarka Japonii pozostanie na ścieżce niewielkiego wzrostu gospodarczego³⁴. Stopy procentowe w Japonii od 1995 r. oscylują zatem bardzo blisko granicy 0%, co utrudnia realizację elastycznej i skutecznej polityki pieniężnej oraz, między innymi, zdecydowanie utrudnia powrót na ścieżkę dynamicznego wzrostu gospodarczego (w latach 2001-2007 PKB oscylowała w granicach -1,2-1,4%; w okresie kryzysu lat 2007-2009 PKB odnotował dodatnie tempo wzrostu dopiero w II i III kwartale 2009 r. po uprzednich czterech kwartałach spadku)³⁵.

Wykres 5. Zmiany podstawowej stopy procentowej EBC w latach 1999-2009



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Europejskiego Banku Centralnego.

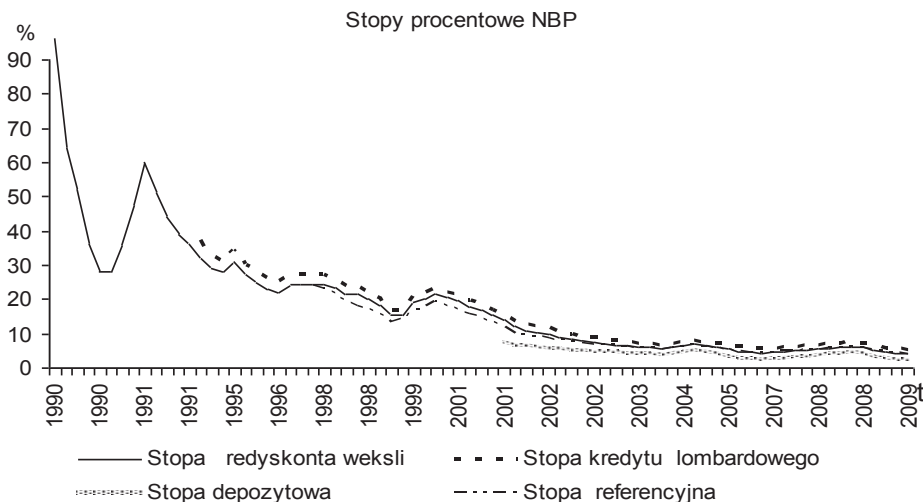
Europejski Bank Centralny, w przeciwieństwie do wyżej zaprezentowanych banków, aż do lipca 2008 r. podnosił stopy procentowe, a seria ich obniżek rozpoczęła się dopiero w październiku 2008 r. Podstawowa stopa procentowa EBC została obniżona z poziomu 4,25% w lipcu 2008 r. (po ówczesnej podwyżce o 0,25%) do 1,00% w maju 2009 r. EBC uzasadniał swoją początkowo odmienną politykę monetarną dużą niepewnością co do ewentualnego wpływu turbulencji na rynku finansowym na rozwój realnej sfery gospodarki, podkreślając jednocześnie, że najważniejszym zadaniem EBC jest dbanie o stabilny i niski poziom inflacji poprzez wpływ na oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych. W roku 2009 cel inflacyjny EBC wyznaczono na poziomie 2%, natomiast stopa procentowa banku centralnego została obniżona do poziomu 1%. Biorąc pod

³⁴ Ibidem, s. 33-34.

³⁵ Dane na podstawie: www.stats.oecd.org

uwagę wyniki badań przytoczonych w poprzedniej części opracowania, należy zatem stwierdzić, że cel inflacyjny przewyższał ówczesny poziom stopy procentowej o 1 punkt procentowy, a zatem poziom stopy procentowej bliski granicy 0% i jej ewentualne dalsze obniżanie mogą stanowić poważny problem dla władz monetarnych i mieć znaczący, negatywny wpływ na gospodarkę.

Wykres 6. Zmiany stóp procentowych NBP w latach 1990-2009



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Narodowego Banku Polskiego.

Podobnie jak EBC, również Narodowy Bank Polski aż do czerwca 2008 r. prowadził politykę podnoszenia stóp procentowych. Po serii podwyżek trwających od kwietnia 2007 r. stopa referencyjna w czerwcu 2008 r. osiągnęła poziom 6% – najwyższy od marca 2005 r. Przeprowadzane następnie kolejne obniżki stóp procentowych NBP, w listopadzie i grudniu 2008 r. oraz w styczniu, lutym i marcu 2009 r., doprowadziły do obniżenia stopy referencyjnej do 3,75%. W tym samym czasie stopa redyskontowa osiągnęła 4,00%, stopa kredytu lombardowego 5,25%, natomiast stopa depozytowa 2,25%, osiągając również historycznie najniższy poziom.

Odmierna polityka pieniężna przedstawionych wyżej banków centralnych w pierwszym roku kryzysu na rynku finansowym wynikała z różnej sytuacji gospodarczej w poszczególnych krajach oraz dokonywanej przez władze monetarne subiektywnej oceny ryzyka towarzyszącego zachowaniu równowagi pomiędzy niską i stabilną stopą inflacji oraz wysokim, zrównoważonym wzrostem gospodarczym. Banki centralne działały głównie w kierunku realizacji pierwszorzędного dla nich celu inflacyjnego, a poszczególne decyzje były rozważane

w kontekście ewentualnego uwzględniania ich wpływu również na inne, specyficzne cele (głównie stopę wzrostu gospodarczego) oraz oceny rozwoju ścieżki inflacji w przyszłości.

Oprócz zmian stóp procentowych w okresie kryzysu banki centralne wprowadzały zmiany również w innych instrumentach polityki pieniężnej. Umożliwiały one między innymi zawieranie operacji otwartego rynku o niestandardowych terminach zapadalności, rozszerzały wachlarz aktywów, które mogły stanowić zabezpieczenie transakcji z bankami centralnymi, dopuszczały również więcej podmiotów do bezpośredniego zawierania transakcji z bankiem centralnym. Działania te miały na celu ułatwienie podmiotom finansowym dostępu do dodatkowej płynności. Pojawiły się nawet propozycje stworzenia globalnego, międzynarodowego zestawu płynnych aktywów, akceptowanych jako zabezpieczenie przez większość banków centralnych, w celu umożliwienia przepływu płynności między różnymi obszarami walutowymi i zarządzania płynnością przez międzynarodowe instytucje finansowe, które utrzymują płynne aktywa w różnych walutach³⁶.

Niezmiernie ważne stało się także prowadzenie bardzo przejrzystej polityki informacyjnej i jej dostosowanie do szybko i niespodziewanie zmieniającej się sytuacji na rynkach finansowych. W warunkach załamania się rynków finansowych podmioty gospodarcze mogą mieć problemy ze zrozumieniem działań podejmowanych przez banki centralne, w związku z czym każda informacja od władz monetarnych jest szczegółowo analizowana. W związku z powyższym banki centralne dostarczały więcej informacji aniżeli w okresach stabilizacji makroekonomicznej, wszelkie dane były publikowane w sposób ciągły (nie tylko w wyznaczonych okresach informacyjnych), jak również podkreślały związek podejmowanych działań z wyznaczonymi celami inflacyjnymi, co miało ułatwić stabilizację oczekiwań inflacyjnych³⁷.

5. Podsumowanie

Przedstawione w niniejszym opracowaniu, dostępne w literaturze przedmiotu, analizy pozwalają na sformułowanie kilku wniosków odnośnie do spadku nominalnych stóp procentowych do granicy 0%. Można przypuszczać, że rzeczywiste ryzyko spadku nominalnych stóp procentowych do zera, a tym samym pozbawienie banku centralnego możliwości wykorzystywania kanału stopy procentowej do pobudzania koniunktury gospodarczej, jest raczej znikome. Wyni-

³⁶ A. Chailloux, S. Gray, U. Klüh, S. Shimizu, P. Stella, *Central Bank...*, s. 45-46.

³⁷ *Ibidem*, s. 47-48.

ki przeprowadzonych badań sugerują, że w przypadku stabilizacji stopy inflacji na poziomie 2% lub wyższym i przy założeniu kształtowania się realnej stopy procentowej równowagi na przeciętnym poziomie z ostatnich kilkudziesięciu lat w krajach uprzemysłowionych (z wyjątkiem Japonii) ryzyko osiągnięcia przez nominalne stopy procentowe granicy 0% jest bliskie zeru, natomiast rośnie szybciej niż proporcjonalnie w przypadku obniżania celu inflacyjnego poniżej 2%. Dla inflacji bliskiej 0% częstotliwość spadku stóp procentowych do zera może być już dość wysoka, nawet w granicach 30%. Przeprowadzone badania sugerują również, że ewentualne negatywne skutki wpływu zerowych nominalnych stóp procentowych na poziom oraz zmienność dochodu i inflacji nie powinny być istotne.

Należy jednak pamiętać, że wszelkie projekcje na podstawie modeli tworzone są z uwzględnieniem określonych założeń, a same modele budowane na podstawie danych empirycznych z przeszłości. Tymczasem nie można zakładać, że dalszy rozwój sytuacji gospodarczej będzie zgodny z kierunkiem wyznaczonym na podstawie danych historycznych. Szoki gospodarcze w przyszłości mogą się pojawiać zupełnie niespodziewanie i z nieprzewidywalnym nasileniem, stąd też władze monetarne powinny być przygotowane do kreatywnego, odważnego działania w nowych warunkach makroekonomicznych, które mogą wymusić podejmowanie niekonwencjonalnych działań.

Literatura

- Adam K., Billi R. M., *Optimal Monetary Policy under Commitment with a Zero Bound on Nominal Interest Rates*, ECB Working Paper No. 377, 2004.
- Amirault D., O'Reilly B., *The Zero Bound on Nominal Interest Rates: How Important Is It?*, Bank of Canada Working Paper No. 6, 2001.
- Black R., Coletti D., Monnier S., *On the Costs and Benefits of Price Stability*, Conference Proceedings, Bank of Canada, 1997.
- Chailloux A., Gray S., Klüh U., Shimizu S., Stella P., *Central Bank Response to the 2007-2008 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Drawn*, IMF Working Paper No. 210, 2008.
- Coenen G., *Zero Lower Bound: Is It a Problem in the Euro Area?*, ECB Working Paper No. 269, 2003.
- Ghosh A., Phillips S., *Inflation, Disinflation, and Growth*, Working Paper No. 68, International Monetary Fund, Washington 1998.
- Hunt B., Laxton D., *The Zero Interest Rate Floor (ZIF) and its Implications for Monetary Policy in Japan*, IMF Working Paper No. 186, 2001.
- Judson R., Orphanides A., *Inflation, Volatility, and Growth*, w: Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series, nr 96/16, Athanasios 1996.

- Leidy M., Tokarick S., *Considerations in Reducing Inflation From Low to Lower Levels*, IMF Working Paper No. 109, 1998.
- McCallum B. T., *Theoretical Analysis Regarding a Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 32, No. 4/2000.
- Orphanides A., *Monetary Policy in Deflation: The Liquidity Trap in History and Practice*, FED Working Paper No. 01, 2004.
- Orphanides A., Wieland V., *Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Interest Rates are Bounded at Zero*, FED Finance and Economic Discussion Series No. 35, 1998.
- Reifschneider D., Williams J. C., *Three Lessons for Monetary Policy in a Low Inflation Era*, FED Finance and Economic Discussion Series No. 44, 1999.
- Svensson L. E. O., *How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?*, Seminar Paper No. 680, Institute for International Economic Studies, Stockholm 1999.
- Yates T., *Monetary Policy and the Zero Bound to Interest Rates: A Review*, ECB Working Paper No. 190, 2002.



Summaries

Ilona Romiszewska

The state as a stabilising factor of the bank market at the time of a global financial crisis

The global financial crisis forced central banks and, crucially, governments in 19 countries to provide assistance to credit institutions on a scale unprecedented in the entire history of economic development.

The paper identifies the nature, scale and efficiency of the instruments employed by countries and central banks to save both individual banks and the entire banking sector. The period covered by the study starts from the beginning of the crisis, i.e. 2007, until August 2010.

It has been assumed that, regardless of ongoing disputes between economic theoreticians and practitioners about the role of the state in the economy, there was no alternative to state involvement.

Whereas state aid whose goal is to ease the crisis should be considered natural, being the only way to mobilise and create capital, its form and scope remain disputable. Aid funds encourage banks to engage in moral hazard which becomes even more pronounced than before the crisis. This means that the state becomes hostage to large, systemically important institutions. In this context, the state and its institutions should actively seek to set up a new architecture for financial markets which would increase the latter's stability in the globalised world. The paper also takes a critical view of potential consequences that the actions taken might have for the economic growth.

Jan Szambelańczyk, Piotr Bodył Szymala

Banks regulatory problems in EU context

The secular trend in the development of civilisation proves that people and organizations have expanded the social space of their activities and that the role of money, as well as instruments and financial markets in trade and commerce has been growing. Market economies are characterized by volatility associated with business cycles that for financial systems carry not only risk but also financial instability along with threats to sustainable growth.

The targets of the EU financial safety network should respect the fundamental rules of fair competition, which cannot be achieved without reliable and commonly available information addressed to homo contractor. That is particularly essential in the case of large financial groups whose importance to economy may be used to justify public guarantees.

The Too Big To Fail (TBTF) doctrine should be gradually replaced by the rule of adequate participation in the cost of covering systemic risk posed by large financial institutions or substituted by the Too Big To Exist (TBTE), which is the case in the U.S.

Apart from the “Europeanization” of entities equipped with powers of market regulators, when it comes to large financial institutions in particular, improvements to the Capital Accord (provided for in the Basel III framework) are a priority on the way to build an effective financial sector safety network in the EU. What should be noted here is the wide range of methods for determining minimum regulatory capital requirements provided for in the Capital Accord and individualization - especially when it comes to advanced risk measurement.

Furthermore, the assumption that the competences of market regulator’s employees recruited at a low cost will be enough for probing the performance of better paid and more numerous bank personnel is overly idealised. More importance should be attached to human risk in the process of developing a safe financial market framework, or the so-called model risk.

The article analyzes the model proposed by a group of European regulators chaired by Jacques de Larosi re assuming collaboration between the European Systemic Risk Council, banking, insurance and securities market supervision authorities (including the European Banking Authority) and member states’ market regulators. It is a hermeneutical search for supervision measures adequate to the economic situation while expecting that their effectiveness be inversely proportionate to the time needed to make a decision this way.

The conflict between the interests of management effectiveness and respect for national particularism seems to be a fundamental challenge for the new safety network architecture proposed by the European Commission. This part of the article refers to proposals put forward in the middle of 2010 to limit bonuses in the financial sector.

What is more, the paper analyses the European banking supervision model based on the criterion of the cost of regulatory actions and the assessment of the Community rehabilitation fund’s operations as a tool ensuring resources to finance the consequences of such regulatory measures.”

Bogna Janik

The protection of financial services consumer in EU

The protection of financial services consumer is based on the following: equal opportunities in business environment and increasing trust in intermediary financial institutions resulting in trust in the whole of financial market. Problem defined in that way generates questions concerning the level and scope of consumer protection both in order to protect him as well as to secure financial market against shocks resulting from consumer uncontrolled behavior. Moreover, it triggers dilemmas concerning the limit of such a protection in order to prevent moral hazard.

In this paper I have described the mechanisms of consumer protection both *ex ante* as well as *ex post* in relation to various intermediary financial institutions – those active which create money and financial instruments and those passive ones functioning as risk transfer.

The rules of protection presented in the paper are related to financial market which is not in the phase of crisis and the mechanisms are supposed to prevent panic which might result in further destabilization of financial market.

I have also tried to present mechanisms of protection in case of destabilization based on literature and financial crisis experience which grew stronger in 2008.

Maria Magdalena Golec

The safety mechanisms in credit unions

Credit unions (in Poland called co-operative savings and credit unions) from the financial services offered point of view, collecting savings and using the accumulated funds to grant loans, become similar to banks.

Operating as non-banking deposit institutions, in practice may be regulated in a different way to banks. The institutions of this kind also provides the regulatory mechanisms of safety for depositors, meaning as the supervision of their activities and the system of deposit guarantee, however in practice such solutions do not always operate.

The article analyzes the reasons for introducing safety mechanisms in credit unions, and analysis of solutions in the selected financial systems.

It was pointed the arguments for and against external regulation in the sector of credit unions. In addition, it was discussed the diversity of actual practice in this regard, the inclusion of credit unions to the banking systems (in terms of supervision and deposit guarantee schemes), via specific distinct solutions in this area and intermediate forms, to a situation where the credit unions do not have the mechanisms in question.

Artur Stefański, Emilia Stola

Foreign exchange fluctuations versus security of banks

The aim of this paper is an attempt to estimate and evaluate the relationship between the security of commercial banks and fluctuations of the world's basic foreign exchange rates. The undertaken study will make it possible to verify whether there is a statistical dependence between the solvency rate reflecting a bank's security level alongside the share of irregular debts/receivables in the volume of foreign currency loans and exchange fluctuations. The analysis encompassed one of the commercial banks operating in the Polish banking sector. The author has used monthly data comprising a 18-month period starting at December 2007 ending at June 2009.

On the basis of the study we can observe that there is a strong, almost linear, correlation between the level of irregular foreign currency loans and foreign exchange rates. Thus

we can state that alongside an increase in the euro and dollar exchange rate there is a growing amount of loans outstanding around three months. In case of the solvency rate variable we could observe a strong statistical negative correlation with reference to the euro and dollar with a 6-month delay. Thus an increase in exchange rates brings about a decrease in the above-mentioned bank's solvency rate with a 6-month delay and vice versa.

Marcin Bartkowiak

Financial crisis and Polish derivatives market

In the article the author tried to examine Polish derivatives market and the influence of financial crisis on this market. Polish market structure and dynamics was analyzed and compared to global trends. The main causes of underdevelopment of Polish market derivatives was indicated.

Magdalena Szyszko

The inflation forecasting systems and inflation forecast targeting in the era of the financial crisis

This paper describes the cases of five central banks of new European Union member states. The Czech National Bank, the National Bank of Poland, the National Bank of Romania and the National Bank of Hungary have been implementing direct inflation targeting for few years now. Moreover they have been forecasting inflation and they have been publishing the forecasts on the regular basis. They have implemented inflation forecasts targeting as well. Also the National Bank of Slovakia was inflation targeter since the accession of Slovakia to the Eurozone. The purpose of this article is to describe the changes of the forecasting systems that took place between mid 2007 and mid 2009 – in the period of crisis development. The behaviour of these central banks was compared in three fields: changes in forecasting methodology, changes in publication of the message of the forecast and finally: changes of the forecasts' importance in the monetary committee discussions. The conclusion is that some of the changes have direct relation to growing volatility in the economic environment and some don't.

Magdalena Musielak-Linkowska

Zero bound on the nominal interest rates

Stabilization of low rates of inflation, though desired and useful for an economy, can cause some problems and implications for interest rate policy of the monetary authority. Some economists see these problems as a zero bound on nominal interest rates. If the zero bound existed, then a shock large enough could even push the economy in a deflationary

spiral. Many studies on the probability, that the monetary policy may become constrained by the zero lower bound on interest rate, can be found in the literature. In most studies the probability of encountering the zero bound is considered to be negligible for an inflation target of 2 per cent or more. However, for inflation targets between 0 and 1 per cent, the consequences of the zero bound become increasingly important and the frequency of time spent at the zero bound can rise up to 33%. The consequences of the zero bound constraint on the economic performance, measured as output and inflation variability, are negligible for an inflation target of 2 per cent or more, but become significant for inflation between 0 and 1 per cent.