

Ekonomia

Pożyczkodawca ostatniej instancji w strefie euro

Nowa rola Europejskiego
Banku Centralnego

Ewa Stawasz-Grabowska



Pożyczkodawca ostatniej instancji w strefie euro

Nowa rola Europejskiego
Banku Centralnego



WYDAWNICTWO
UNIWERSYJETU
ŁÓDZKIEGO

Ekonomia

Pożyczkodawca ostatniej instancji w strefie euro

Nowa rola Europejskiego
Banku Centralnego

Ewa Stawasz-Grabowska

Ewa Stawasz-Grabowska – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Finansów i Inwestycji Międzynarodowych, 90-255 Łódź, ul. POW 3/5

RECENZENT

Sławomir Ireneusz Bukowski

REDAKTOR INICJUJĄCY

Monika Borowczyk

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

Monika Poradecka

SKŁAD I ŁAMANIE

Mateusz Poradecki

PROJEKT OKŁADKI

Katarzyna Turkowska

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/XXLPhoto

Wydrukowano z gotowych materiałów dostarczonych do Wydawnictwa UŁ

© Copyright by Ewa Stawasz-Grabowska, Łódź 2018

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2018

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.08861.18.0.M

Ark. druk. 14,625

ISBN 978-83-8142-420-2

e-ISBN 978-83-8142-421-9

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

tel. (42) 665 58 63

Spis treści

| | |
|--|-----------|
| Wykaz skrótów nazw własnych stosowanych w pracy | 7 |
| Wprowadzenie | 9 |
| 1. Koncepcja pożyczkodawcy ostatniej instancji | 15 |
| 1.1. Krajowy pożyczkodawca ostatniej instancji | 16 |
| 1.1.1. Funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji w literaturze – definicje i przestanki realizacji | 16 |
| 1.1.2. Początki bankowości centralnej i funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji | 23 |
| 1.1.3. Rozważania klasyków nad funkcją pożyczkodawcy ostatniej instancji | 28 |
| 1.1.3.1. Wkład Henry’ego Thorntona | 29 |
| 1.1.3.2. Wkład Waltera Bagehota | 31 |
| 1.1.4. Ewolucja poglądów na temat pożyczkodawcy ostatniej instancji | 33 |
| 1.1.4.1. Stanowisko Banku Rezerwy Federalnej w Richmond | 34 |
| 1.1.4.2. Stanowisko Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku | 38 |
| 1.1.4.3. Poglądy zwolenników wolnej bankowości | 42 |
| 1.2. Międzynarodowy pożyczkodawca ostatniej instancji | 46 |
| 1.2.1. Dyskusja wokół roli Międzynarodowego Funduszu Walutowego | 48 |
| 1.2.2. Globalna sieć porozumień swapowych jako międzynarodowy pożyczkodawca ostatniej instancji | 52 |
| 2. Instytucjonalno-prawne uwarunkowania funkcjonowania EBC | 57 |
| 2.1. Bankowość centralna w UE – pojęcia wprowadzające | 58 |
| 2.2. Strategia polityki pieniężnej EBC | 60 |
| 2.2.1. Ilościowa definicja stabilności cen, analiza ryzyka dla stabilności cen. Stabilność finansowa w polityce pieniężnej EBC | 60 |
| 2.2.2. Elementy transparentności i kontroli demokratycznej | 63 |
| 2.2.3. Skuteczność EBC w realizacji podstawowego celu – utrzymania stabilności cen | 64 |
| 2.3. Postanowienia prawne w zakresie odpowiedzialności EBC za realizację funkcji LOLR i ich interpretacja | 69 |
| 2.3.1. Funkcja LOLR – postanowienia traktatowe i statutowe | 69 |
| 2.3.2. Funkcja LOLR w interpretacji EBC | 72 |
| 2.3.3. ELA w krajowych aktach prawnych | 75 |
| 2.3.4. Przegląd literatury ekonomicznej na temat funkcji LOLR w strefie euro – argumenty wysuwane przed kryzysem | 79 |

| | |
|---|------------|
| 3. EBC jako pożyczkodawca ostatniej instancji w okresie kryzysu strefy euro | 89 |
| 3.1. Fazy kryzysu w strefie euro | 90 |
| 3.2. Instrumenty dostarczania płynności przez bank centralny | 94 |
| 3.3. Działania EBC w czasie kryzysu strefy euro | 98 |
| 3.3.1. Polityka stopy procentowej | 98 |
| 3.3.2. Nadzwyczajne wsparcie kredytowe (<i>Enhanced Credit Support</i>) | 102 |
| 3.3.2.1. Procedura <i>fixed rate full allotment</i> | 102 |
| 3.3.2.2. Dodatkowe operacje LTRO o dłuższych terminach zapadalności | 103 |
| 3.3.2.3. Płynności w walutach obcych | 105 |
| 3.3.2.4. Poszerzenie listy aktywów kwalifikowanych | 106 |
| 3.3.3. Programy skupu aktywów wprowadzone przez EBC | 114 |
| 3.3.3.1. Program skupu zabezpieczonych obligacji | 115 |
| 3.3.3.2. Program dotyczący rynków papierów wartościowych | 118 |
| 3.3.3.3. Program bezwarunkowych transakcji monetarnych | 120 |
| 3.4. Antykryzysowe działania EBC z obszaru funkcji LOLR | 122 |
| 3.4.1. Działania na rzecz sektora bankowego | 122 |
| 3.4.2. Działania na rzecz państw członkowskich strefy euro | 126 |
| 4. EBC jako pożyczkodawca ostatniej instancji – weryfikacja empiryczna | 141 |
| 4.1. Rentowności obligacji skarbowych krajów strefy euro – perspektywa historyczna | 142 |
| 4.2. Przegląd literatury na temat kształtowania się rentowności obligacji skarbowych krajów strefy euro, ze szczególnym uwzględnieniem okresu kryzysu | 145 |
| 4.3. Opis zmiennych wykorzystanych w badaniu. Specyfikacja modelu ekonometrycznego | 152 |
| 4.4. Metody wykorzystywane w badaniu empirycznym | 163 |
| 4.4.1. Testowanie stopnia zintegrowania w przypadku danych panelowych | 164 |
| 4.4.2. Panelowe testy kointegracji | 165 |
| 4.4.3. Metody poszukiwania długookresowych relacji kointegrujących w modelach danych panelowych z niestacjonarnymi regresorami | 167 |
| 4.5. Wyniki badania empirycznego | 168 |
| Zakończenie | 177 |
| Bibliografia | 183 |
| Załączniki | 201 |
| Abstract | 221 |
| Spis rysunków | 227 |
| Spis tabel | 229 |
| Spis wykresów | 231 |
| Od Redakcji | 233 |

Wykaz skrótów nazw własnych stosowanych w pracy

- ABS – Asset-Backed Securities (papiery wartościowe zabezpieczone aktywami)
- BCI – bezpośredni cel inflacyjny
- BIS – Bank for International Settlements (Bank Rozrachunków Międzynarodowych)
- CBPP – Covered Bond Purchase Program (program skupu zabezpieczonych obligacji)
- DOLS, panel DOLS – Panel Dynamic Ordinary Least Squares (panelowa dynamiczna metoda najmniejszych kwadratów)
- EBC – Europejski Bank Centralny
- ECB – European Central Bank
- ECS – Enhanced Credit Support (nadzwyczajne wsparcie kredytowe)
- EFSD – European Financial Stability Facility (Europejski Instrument Stabilności Finansowej)
- ELA – Emergency Liquidity Assistance (awaryjne wsparcie płynnościowe)
- ESBC – Europejski System Banków Centralnych
- ESM – European Stability Mechanism (Europejski Mechanizm Stabilności)
- FMOLS – Fully Modified Ordinary Least Squares (zmodyfikowana metoda najmniejszych kwadratów)
- FRFA – Fixed-Rate Full Allotment (tryb przetargu kwotowego z pełnym przydziałem, po stałej stopie procentowej)
- ILOLR – International Lender of Last Resort (międzynarodowy pożyczkodawca ostatniej instancji)
- KBC – krajowe banki centralne państw członkowskich Unii Europejskiej, których walutą jest euro
- KE – Komisja Europejska
- LOLR – Lender of Last Resort (pożyczkodawca ostatniej instancji)

- LTRO – Longer-Term Refinancing Operations (dłuższe operacje refinansujące)
- MFW – Międzynarodowy Fundusz Walutowy
- MRO – Main Refinancing Operations (podstawowe operacje refinansujące)
- NBP – Narodowy Bank Polski
- OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju)
- OMT – Outright Monetary Transactions (program bezwarunkowych transakcji monetarnych)
- SMP – Securities Markets Programme (program dotyczący rynków papierów wartościowych)
- SNB – Swiss National Bank (Narodowy Bank Szwajcarii)
- SRF, Fed – Federal Reserve System (System Rezerwy Federalnej)
- TFUE – Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej
- TLTRO – Targeted LTRO (ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące)
- UE – Unia Europejska
- UGiW – Unia Gospodarcza i Walutowa

Wprowadzenie

W okresie globalnego kryzysu finansowego główne banki centralne świata podjęły szereg działań, także niestandardowych, na rzecz stabilności systemu finansowego¹. W tym kontekście podjęto na nowo dyskusję na temat hierarchii celów banków centralnych, a w szczególności umiejscowienia w niej odpowiedzialności za stabilność i bezpieczeństwo systemu finansowego (por. np. Borio, 2011; Ingves i in., 2011; Evanoff i in., 2014). Problematyka ta stała się również przedmiotem zainteresowania polskich ekonomistów (por. np. Matysek-Jędrych, 2012; Żywiecka, 2013; Smaga, 2014).

Zgodnie z ukształtowanym przed kryzysem konsensusem teoretycznym najlepszym sposobem, w jaki bank centralny mógł przyczynić się do zapewnienia stabilności finansowej, było utrzymanie stabilności cen. Przekonanie to znalazło praktyczny wyraz w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, która, począwszy od lat dziewięćdziesiątych XX wieku, była sukcesywnie przyjmowana przez kolejne kraje rozwinięte, a następnie gospodarki wschodzące (Hammond, 2012; Grostal i in., 2015). Podstawowym założeniem tej strategii jest uznanie stabilności cen za nadrzędny cel polityki pieniężnej. Bank centralny stosujący tę strategię może dążyć do osiągnięcia innych celów, takich jak na przykład wspieranie ogólnej polityki gospodarczej rządu – pod warunkiem, że nie ogranicza to realizacji celu nadrzędnego.

Warto jednak zauważyć, że stabilność cen nie zawsze znajdowała się na pierwszym miejscu w hierarchii celów banków centralnych. Odnosząc się choćby do pierwszych banków centralnych, motywem powstania dużej części z nich było ustanowienie pożyczkodawcy ostatniej instancji dla systemu bankowego (Siklos, 2002). Przykładem jest System Rezerwy Federalnej, który powstał w 1913 roku w odpowiedzi na powracające okresy paniki w amerykańskim systemie bankowym.

Podjęcie tematu książki wynikało z następujących przesłanek:

Po pierwsze, koncepcja pożyczkodawcy ostatniej instancji jest słabo rozpoznana i opisana w polskiej literaturze. Według wiedzy autorki monografii brakuje publikacji książkowych w pełni poświęconych tej problematyce. Polscy badacze odnoszą się do funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji przeważnie w kontekście

1 Globalny kryzys finansowy odnosi się do okresu zapoczątkowanego paniką na amerykańskim rynku międzybankowym latem 2007 roku. W dalszej części *Wprowadzenia*, o ile nie zostanie inaczej wskazane, określenie „kryzys” będzie dotyczyło tego kryzysu.

szerszych rozważań nad odpowiedzialnością banku centralnego za stabilność systemu finansowego (por. np. Szczepańska, 2008; Alińska, 2012; Smaga, 2014). Równocześnie w ostatnich kilku latach powstały artykuły naukowe na badany temat (por. np. Bogolewska, 2008; Polański, 2012a; 2012b). Niemniej jednak dotyczą one przede wszystkim działań głównych banków centralnych, podejmowanych w reakcji na przebieg kryzysu, kładąc tym samym mniejszy nacisk na genezę i ewolucję koncepcji pożyczkodawcy ostatniej instancji.

Z kolei literatura zagraniczna, w tym zwłaszcza anglosaska, jest zdecydowanie zasobniejsza w opracowania dotyczące omawianej funkcji banku centralnego. Wydaje się to konsekwencją faktu, że pierwsze rozważania na będący przedmiotem badania temat można odnaleźć w pracach dziewiętnastowiecznych brytyjskich ekonomistów – H. Thorntona (1802) i W. Bagehota (1873). Jednakże również w przypadku literatury zagranicznej trudno wskazać na liczne pozycje książkowe poświęcone w całości omawianemu zagadnieniu. Według wiedzy autorki jest ich zaledwie kilka – można tu wymienić na przykład prace C. Goodharta i G. Illinga (2000) oraz F. Capiego i G. Wooda (2007). Istnieje wprawdzie duża liczba artykułów naukowych, przy czym – podobnie jak w przypadku polskiej literatury – znaczną jej część stanowią publikacje odnoszące się do antykryzysowych działań banków centralnych z ostatnich lat. Pojawia się zatem przestrzeń (przynajmniej w polskiej literaturze), którą niniejsza monografia może wypełnić. W części teoretycznej książki podjęto próbę przedstawienia genezy i ewolucji koncepcji pożyczkodawcy ostatniej instancji (odwołując się przy tym głównie do doświadczeń sprzed kryzysu) oraz usystematyzowania dotychczasowego dorobku literaturowego w tej tematyce.

Po drugie, rozwiązania dotyczące pożyczkodawcy ostatniej instancji w strefie euro wydają się być mało przejrzyste. Eurosystem, który obejmuje Europejski Bank Centralny (EBC) oraz krajowe banki centralne państw członkowskich strefy euro, działa na podstawie Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE) oraz Statut Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego (dalej Statut). Zgodnie z artykułem 127.1 TFUE nadrzędnym celem Eurosystemu jest utrzymanie stabilności cen. Do jego podstawowych zadań należą: definiowanie i urzeczywistnianie polityki pieniężnej Unii, prowadzenie operacji walutowych, utrzymywanie i zarządzanie oficjalnymi rezerwami walutowymi państw członkowskich, popieranie należytego funkcjonowania systemów płatniczych (art. 127.2 TFUE)². Krajowe banki centralne Eurosystemu przestrzegają wytycznych i instrukcji EBC. Jednocześnie mogą one wykonywać

2 Uściślając, artykuł 127 TFUE odnosi się do Europejskiego Systemu Banków Centralnych, który tworzą EBC oraz krajowe banki centralne wszystkich państw członkowskich Unii Europejskiej. W praktyce jego postanowienia dotyczą jednak Eurosystemu.

funkcje niewynikające z ich uczestnictwa w Eurosystemie, o ile nie jest to sprzeczne z celami i zadaniami Eurosystemu (art. 14.3, art. 14.4 Statutu). Postanowienia traktatowe i statutowe nie odnoszą się bezpośrednio do funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji. Taki stan rzeczy stwarza pole do różnych interpretacji dotyczących legitymacji EBC i krajowych banków centralnych Eurosystemu do realizacji omawianej funkcji i warunków jej wykonywania. Dlatego też, w celu jak najlepszego rozpoznania podejścia do funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji przez architektów strefy euro, należy przeanalizować akty prawne regulujące działalność EBC oraz krajowych banków centralnych Eurosystemu, a także wykładnię właściwych przepisów dokonaną przez EBC oraz przedstawicieli nauk ekonomicznych i prawnych prowadzących rozważania na ten temat. O ile pierwsza część tej analizy (tj. przegląd właściwych aktów prawnych) została w pewnym stopniu podjęta w zagranicznej literaturze (por. Manna, 2009; Boyer, Lemangnen, 2013), tak druga część (tj. interpretacja tych aktów przez podmioty zainteresowane) według wiedzy autorki nie była przedmiotem wcześniejszych badań. Tak więc identyfikowana jest kolejna luka w literaturze, którą niniejsza monografia może wypełnić. Kompleksowe rozpoznanie stanu prawnego w obszarze funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w strefie euro i jego interpretacji wydaje się niezbędne w celu zrozumienia działań podejmowanych przez EBC w czasie kryzysu.

Po trzecie, działania EBC na rzecz stabilności finansowej w strefie euro stanowią aktualny problem badawczy. Co więcej, inicjatywy tej instytucji, ich przesłanki i skuteczność powinny być przedmiotem ciągłego monitorowania ze względu na posiadany przez Polskę status członka Unii Gospodarczej i Walutowej (UGiW) objętego derogacją. Tym samym wnioski z niniejszej pracy mogą być przydatne dla uczestników toczącej się w literaturze i przestrzeni publicznej debaty na temat korzyści (szans) i kosztów (zagrożeń) związanych z przyszłym uczestnictwem Polski we wspólnym obszarze walutowym. Mogą być one również użyteczne w procesie przygotowawczym do akcesji do strefy euro i jak najlepszego w niej funkcjonowania.

Głównym celem monografii jest określenie zakresu działań z obszaru funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji podejmowanych przez EBC w okresie kryzysu strefy euro oraz ocena skuteczności wybranych z nich. Analizie poddane są inicjatywy antykryzysowe EBC z okresu sierpień 2007 – grudzień 2014 roku. Osiągnięcie celu głównego jest możliwe przez zrealizowanie celów szczegółowych, które zostały sformułowane następująco:

- 1) przedstawienie genezy i ewolucji koncepcji pożyczkodawcy ostatniej instancji,
- 2) omówienie instytucjonalno-prawnych rozwiązań w zakresie funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w strefie euro,
- 3) identyfikacja działań antykryzysowych EBC z obszaru funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji,

- 4) ocena skuteczności wybranych działań antykrzysowych podejmowanych przez EBC jako pożyczkodawcę ostatniej instancji w fazie kryzysu zadłużeniowego części gospodarek strefy euro.

W ramach tak określonego obszaru, na podstawie przeprowadzonych uprzednio studiów zagranicznego oraz krajowego dorobku naukowo-badawczego, analiz dokumentów instytucji finansowych oraz wcześniejszych badań własnych (Grabowski, Stawasz, 2013; 2016; Stawasz, 2015), a także obserwacji procesów gospodarczych zachodzących w strefie euro sformułowano następującą **hipotezę pracy**: „W okresie kryzysu strefy euro EBC podjął działania z obszaru funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji, których zakres był poszerzany w reakcji na rozwój kryzysu, co przyczyniło się do redukcji napięć na rynku finansowym Unii Gospodarczej i Walutowej”.

Realizacja celów pracy oraz weryfikacja postawionej hipotezy wymagała przeprowadzenia badań adekwatnych do złożoności postawionych problemów. Z uwagi na fakt, że monografia ma charakter teoretyczno-empiryczny, wykorzystano w niej różne metody badawcze. W szczególności obejmowały one:

- 1) krytyczne studia literaturowe dotyczące funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji, oparte na źródłach krajowych i zagranicznych (pozycjach książkowych, artykułach naukowych, raportach i opracowaniach banków centralnych, banków komercyjnych, krajowych i międzynarodowych instytucji finansowych, narzędziach komunikacji banków centralnych z otoczeniem: opisach dyskusji po posiedzeniach decyzyjnych władz monetarnych, komunikatach prasowych, stenogramach z konferencji prasowych i wystąpieniach przedstawicieli banków centralnych itd.),
- 2) analizę aktów prawnych regulujących działalność EBC oraz krajowych banków centralnych Eurosystemu w zakresie odpowiedzialności władzy monetarnej za stabilność systemu finansowego,
- 3) metody statystyki opisowej,
- 4) model ekonometryczny, którego parametry zostały oszacowane za pomocą w pełni zmodyfikowanej metody najmniejszych kwadratów.

Zasadnicza część monografii składa się z czterech rozdziałów, których układ został podporządkowany realizacji postawionych w pracy celów. Pierwszy rozdział ma charakter teoretyczny, dwa kolejne – teoretyczno-empiryczny, natomiast czwarty ma charakter empiryczny. Każdy rozdział rozpoczyna wstęp, a kończy podsumowanie. Na końcu książki zamieszczono wykaz wykorzystanych źródeł, spis opracowanych tabel, rysunków i wykresów oraz załączniki.

W rozdziale pierwszym przedstawiono studia literaturowe w obszarze funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji, rozpoczynając od prac dziewiętnastowiecznych brytyjskich ekonomistów, którzy jako pierwsi omawiali ten temat, a kończąc

na dorobku współczesnym. Rozdział ten składa się z dwóch głównych części. Pierwsza poświęcona jest problematyce funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji pełnionej na poziomie krajowym przez narodowy bank centralny. W drugiej części skoncentrowano się na zagadnieniu międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji.

Rozdział drugi, w którym przedstawiono instytucjonalno-prawne ramy funkcjonowania EBC, składa się z dwóch zasadniczych części. Pierwsza poświęcona jest strategii polityki pieniężnej EBC – jej głównym elementom oraz ewolucji. W drugiej części – kluczowej dla problematyki monografii – przedstawiono rozwiązania dotyczące funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w strefie euro. Rozpoczyna się ona od określenia zakresu odpowiedzialności EBC za stabilność systemu finansowego w strefie euro. Następnie dokonano analizy aktów prawnych regulujących działalność EBC i krajowych banków centralnych pod kątem rozwiązań dotyczących funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w omawianym obszarze walutowym. Identyfikując brak przejrzystości w tym zakresie, przedstawiono interpretację tego stanu prawnego dokonaną przez EBC. Na końcu zamieszczono poglądy przedstawicieli nauk ekonomicznych i prawnych dotyczące przyjętych rozwiązań z zakresu zarządzania kryzysem w strefie euro, przy czym szczególną uwagę zwrócono na te, które wysuwano przed wybuchem ostatniego kryzysu.

W rozdziale trzecim dokonano przeglądu działań antykryzysowych EBC z okresu sierpień 2007 – grudzień 2014 roku, w celu identyfikacji tych, które należą do obszaru funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji. W szczególności rozpoznano warunki udzielania pomocy oraz jej beneficjentów. Rozważania prowadzono przy uwzględnieniu przebiegu kryzysu w strefie euro, który podzielono na trzy zasadnicze fazy. Dodatkowo zaprezentowano dyskusję ekonomistów na temat antykryzysowych inicjatyw EBC, aby pokazać, że nie ma konsensusu odnośnie do tego, kiedy i na jakich warunkach EBC wszedł w rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji.

W rozdziale czwartym przeprowadzono badanie ekonometryczne pozwalające ocenić, jak wprowadzenie przez EBC programu Outright Monetary Transactions w trzecim kwartale 2012 roku – co zostało przez autorkę niniejszej monografii oraz innych badaczy (por. np. De Grauwe, Ji, 2013; Winkler, 2014a) utożsamione z wejściem EBC w rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji wobec rządów – wpłynęło na sytuację na rynku obligacji skarbowych w UGiW. Przedmiotem badania są determinanty spreadów dziesięcioletnich obligacji skarbowych (względem odpowiednich walorów niemieckich) dla grupy złożonej z peryferyjnych krajów strefy euro oraz grupy kontrolnej, którą tworzą wybrane gospodarki tzw. centrum UGiW.

Prace nad książką zostały zakończone jesienią 2016 roku. Tym samym uwzględnione zostały dane dostępne do czwartego kwartału 2016 roku.

W książce zostały wykorzystane nieliczne fragmenty monografii autorstwa Ewy Stawasz-Grabowskiej i Wojciecha Grabowskiego pt. *Rynek obligacji skarbowych w strefie euro w okresie kryzysu*. W szczególności pojawiają się one w następujących podrozdziałach: 3.1. *Fazy kryzysu w strefie euro*, 4.2. *Przegląd literatury na temat kształtowania się rentowności obligacji skarbowych krajów strefy euro ze szczególnym uwzględnieniem okresu kryzysu*, 4.4. *Metody wykorzystywane w badaniu empirycznym*.

Autorka pragnie podziękować prof. zw. dr. hab. Januszowi Bilskiemu za cenne i konstruktywne uwagi, które wpłynęły na ostateczny kształt monografii.

1. Koncepcja pożyczkodawcy ostatniej instancji

Wstęp

Celem rozdziału pierwszego jest dokonanie studiów literaturowych w obszarze funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji, poczynając od XIX wieku, kiedy w Wielkiej Brytanii zaczęto prowadzić rozważania na ten temat, a skończywszy na czasach współczesnych. Równocześnie autorka chce wyraźnie podkreślić, że choć od wybuchu globalnego kryzysu finansowego, zapoczątkowanego paniką na amerykańskim rynku międzybankowym latem 2007 roku, powstało wiele opracowań poświęconych roli banków centralnych w zapewnieniu stabilności systemu finansowego, to jednak w książce starano się przede wszystkim wyeksponować genezę i rozwój poglądów na temat analizowanej funkcji, ograniczając tym samym wykorzystanie literatury odnoszącej się do okresu kryzysu¹.

Niniejszy rozdział składa się z dwóch podrozdziałów. Pierwszy z nich poświęcony jest problematyce funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji, pełnionej na poziomie krajowym przez narodowy bank centralny. Jest on podzielony na cztery części. Pierwsza z nich zawiera przegląd definicji pojęcia „pożyczkodawca ostatniej instancji” oraz przesłanek realizacji omawianej funkcji. Druga część pokazuje akceptację pełnienia funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji przez pierwsze banki centralne na tle ich powstania i przyjmowanych ról. W części trzeciej przedstawione są pierwsze rozważania na analizowany temat, które prowadzone były w kontekście działalności najbardziej zaawansowanej instytucji finansowej ówczesnego świata – Banku Anglii. Część czwarta przybliży tak zwane współczesne podejście do teorii pożyczkodawcy ostatniej instancji, w tym trzy główne stanowiska: Banku Rezerwy Federalnej w Richmond, Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku, rzeczników wolnej bankowości.

1 Dla uproszczenia w dalszej części pracy kryzys ten będzie określany mianem ostatniego kryzysu.

Drugi podrozdział poświęcony jest zagadnieniu międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji. Jest on stosunkowo krótki, co wynika z następujących powodów. Po pierwsze, realizacją omawianej funkcji na szczeblu ponadnarodowym zainteresowano się później. Po drugie, w literaturze nie ma *de facto* zgody co do występowania tej funkcji w wymiarze międzynarodowym. Po trzecie, wiele problemów związanych z realizacją funkcji na poziomie krajowym znajduje swoje odzwierciedlenie na poziomie międzynarodowym. Pierwsza część drugiego podrozdziału przedstawia możliwości odgrywania tej roli przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, a druga – przez grupę banków centralnych.

1.1. Krajowy pożyczkodawca ostatniej instancji

1.1.1. Funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji w literaturze – definicje i przesłanki realizacji

W literaturze istnieją różne definicje pożyczkodawcy ostatniej instancji (ang. *lender of last resort* – LOLR). Najbardziej ogólna wskazuje, że LOLR to „instytucja gotowa udzielić kredytu wtedy, kiedy nikt inny nie chce albo nie może tego zrobić” (Capie, Wood, 2007, s. 2). Takie wyjaśnienie nasuwa automatycznie następujące pytania: „Jaka instytucja pełni funkcję LOLR?”, „Wobec jakich podmiotów jest ona realizowana?”, „Na jakich zasadach wsparcie może zostać udzielone?”.

Odnosząc się do pierwszego z wyżej postawionych pytań, odpowiedzi dostarczają już bardziej szczegółowe definicje LOLR. Przykładowo X. Freixas i in. (cyt. za: Szczepańska, 2008, s. 94) określają funkcję LOLR jako „dyskrecjonalne zasilenie w płynność banku lub całego systemu bankowego przez bank centralny w reakcji na niekorzystny szok, powodujący wzrost zapotrzebowania na pieniądź rezerwowy, które nie może zostać zaspokojone z alternatywnych źródeł”. Pod taką (bądź podobnie brzmiącą) definicją podpisuje się wielu ekonomistów prowadzących rozważania na omawiany temat (por. np. Bogołębska, 2008, s. 45; Domanski, Moessner, Nelson, 2014, s. 45; Smaga, 2014, s. 187). Wskazuje ona wprost, że funkcję LOLR pełni bank centralny. Instytucja ta jest predestynowana do bycia LOLR, ponieważ wyłącznie ona ma możliwość nieograniczonej kreacji pieniądza rezerwowego. Dlatego też, jak przekonuje H. Żywiecka (2013, s. 38), sama deklaracja banku centralnego, że jest on w stanie dostarczyć systemowi bankowemu odpowiedni poziom płynności, może mieć stabilizujący wpływ².

2 Nie wszystkie banki centralne mogą pełnić funkcję LOLR. W szczególności działań z omawianego obszaru nie mogą podejmować banki centralne krajów, które przyjęły izbę walutową

Wystarczy jednak sięgnąć do prac z zakresu historii gospodarczej, aby przekonać się, że w przeszłości, gdy nie było jeszcze banków centralnych, inne podmioty podejmowały się zadań LOLR. Przykładowo w 1763, 1799 oraz 1857 roku w Prusach były to władze Hamburga, izba handlu, prywatne banki, a także król Prus (Kindleberger, Aliber, 2011, s. 218). Z kolei w przypadku Stanów Zjednoczonych można wskazać amerykański Departament Skarbu (albo samych sekretarzy – G. Boutwella i W. Richardsona), izby rozliczeniowe, które w warunkach kryzysu, za zgodą zrzeszonych w nich banków, emitowały substytuty pieniądza w postaci certyfikatów dłużnych, oraz banki prywatne, jak na przykład J.P. Morgan (Polański, 2012b, s. 87). Być może, biorąc pod uwagę te doświadczenia historyczne lub kwestię realizacji funkcji LOLR na poziomie ponadnarodowym (por. podrozdział 1.2), niektórzy autorzy nieco ostrożniej wskazują, że LOLR jest najczęściej bank centralny (por. np. OECD – <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=1518>).

Wracając do przytoczonej wyżej i powszechnie stosowanej definicji X. Freixasa i in., zawiera ona również odpowiedź na pytanie dotyczące podmiotów, wobec których funkcja LOLR jest realizowana. Są one określone jako pojedynczy bank komercyjny (ewentualnie nieliczna ich grupa) lub cały system bankowy. Zasilenie w płynność pojedynczego banku odbywa się w ramach operacji bilateralnych, a całego systemu bankowego przez operacje otwartego rynku. O ile w tym drugim przypadku dochodzi do wzrostu podaży pieniądza rezerwowego, o tyle zasilenie w płynność pojedynczego banku może zostać zneutralizowane przez operacje absorbujące płynność z rynku (Szczepańska, 2008, s. 95).

Niekiedy grono potencjalnych beneficjentów pomocy LOLR zawęży się do banków uznawanych za systemowo ważne (por. np. Investopedia – <http://www.investopedia.com/terms/l/lenderoflastresort.asp>). W praktyce takie podejście stosuje na przykład Narodowy Bank Szwajcarii, który podejmując decyzję o udzieleniu wsparcia danemu bankowi w ramach funkcji LOLR, bierze pod uwagę jego znaczenie dla systemu bankowego. Wyprzedzając nieco rozważania z dalszej części rozdziału pierwszego, warto w tym miejscu podnieść kilka kwestii związanych z omawianym rozwiązaniem. Po pierwsze, ma ono charakter dyskryminujący wobec mniejszych banków (ocenianych jako mające mniejsze znaczenie dla stabilności systemu bankowego). W efekcie może skłaniać banki do przekształcania się w instytucje „zbyt duże/ważne, by upaść”. Po drugie, konsekwencje upadku banku niesystemowego mogą być inne w warunkach ocenianych jako „normalne”, a inne w sytuacji napięć na rynkach finansowych (Dobler i in., 2016, s. 22). Po trzecie,

(ang. *currency board*) jako obowiązujący mechanizm kursowy. Zakłada on pełną wymiennalność pieniądza rezerwowego na walutę zagraniczną, co *de facto* uniemożliwia bankowi centralnemu prowadzenie własnej polityki pieniężnej i realizację funkcji LOLR (Polański, 2012b, s. 88).

niezbędne jest wyznaczenie kryteriów systemowości i ich bieżące monitorowanie, adekwatne do specyfiki danego systemu finansowego³.

Z drugiej strony część definicji poszerza grupę potencjalnych beneficjentów pomocy LOLR, wskazując, że tworzą ją na przykład banki komercyjne i inne instytucje finansowe („Financial Times” – <http://lexicon.ft.com/Term?term=lender-of-last-resort>) albo po prostu instytucje finansowe (Mishkin, Matthews, Giuliadori, 2013, s. 605). Wydaje się, że takie ujęcie uwzględnia doświadczenia ostatniego kryzysu, kiedy banki centralne zwiększyły zakres podmiotowy w ramach funkcji LOLR⁴. Poszerzenie grupy potencjalnych beneficjentów wsparcia LOLR jest jednym z głównych wątków toczącej się aktualnie w literaturze dyskusji na temat omawianej funkcji⁵.

LOLR jest również określane jako komponent sieci bezpieczeństwa finansowego (ang. *safety net*). W szerokim rozumieniu sieć bezpieczeństwa finansowego obejmuje „całokształt instytucji oraz regulacji chroniących gospodarkę i społeczeństwo przed skutkami utraty płynności i niewypłacalności instytucji finansowych” (Alińska, 2012, s. 26). W ujęciu instytucjonalnym, obok banków centralnych jako „instytucji pożyczkodawcy ostatniej instancji, które odpowiadają za dostarczanie płynności dla sektora bankowego”, na sieć tę składają się (Alińska, 2012, s. 26–27):

- 1) parlamenty i rządy krajów, które w warunkach kryzysu bardzo często biorą na siebie odpowiedzialność za zagwarantowanie sprawności funkcjonowania systemu finansowego, a także pomocy dla zagrożonych banków;
- 2) instytucje nadzorcze i regulacyjne, w tym przede wszystkim nadzór bankowy i finansowy, które powinny podejmować działania w sferze zarządzania

3 Przykład takich kryteriów można znaleźć w Szczepańska, Dobrzańska, Zdanowicz, 2015, s. 12 oraz Dobler i in., 2016, s. 23.

4 Przykładowo w czasie ostatniego kryzysu System Rezerwy Federalnej podjął działania z zakresu LOLR wobec „nietradycyjnych” podmiotów, takich jak: przedsiębiorstwa niefinansowe, banki inwestycyjne, fundusze rynku pieniężnego, dealerzy rynku pieniężnego. Co więcej, udzielał on wsparcia instytucjom, które odnotowywały problemy z wypłacalnością, jak na przykład towarzystwo ubezpieczeniowe AIG (Humphrey, 2010, s. 355).

5 W szczególności podnoszone są następujące trzy kwestie: 1) „jakie czynniki powinny być brane pod uwagę przy wyznaczeniu grupy potencjalnych odbiorców pomocy LOLR?” (por. np. Domanski, Moessner, Nelson, 2014; Dobler i in., 2016); 2) „czy mogą nią być objęte również instytucje niewypłacalne, czy tylko odnotowujące problemy z płynnością?” (problem ten był poruszany w pracach powstałych przed wybuchem kryzysu – por. punkty 1.1.3 i 1.1.4; to, na co zwraca się uwagę w aktualnej dyskusji, to konieczność oceny kondycji instytucji zgłaszającej się o pomoc nie w danym momencie, ale w dłuższej perspektywie – por. Tucker, 2014; Dobler i in., 2016, s. 18–22); 3) „czy funkcja LOLR może być realizowana wobec rządów?” (por. punkt 3.4.2).

- kryzysem, opiniowania czy też koordynowania działań naprawczych i sanacyjnych;
- 3) systemy ochrony uczestników rynku finansowego, w tym deponentów, kredytobiorców oraz inwestorów; w szczególności powinny one uwzględniać podział na system ochrony obligatoryjnej oraz dobrowolnej;
 - 4) systemy płatnicze i rozliczeniowe;
 - 5) instytucje zwiększające przejrzystość rynku finansowego, w tym agencje ratingowe, instytucje gromadzące dane o kredytobiorcach i niesolidnych dłużnikach, niezależne jednostki analityczno-badawcze i audytorskie;
 - 6) nadzór właścicielski – akcjonariusze i organy banku, którzy mają obowiązek pokryć straty w razie ich wystąpienia.

W literaturze obok pojęcia LOLR funkcjonuje termin „awaryjne wsparcie płynnościowe” (ang. *emergency liquidity assistance* – ELA). Określenia te są często stosowane zamiennie. Niemniej jednak część autorów (a także banków centralnych) posługuje się pojęciem „ELA”, gdy wsparcie płynnościowe banku centralnego dotyczy indywidualnych banków, a terminem „LOLR”, gdy jest ono kierowane do całego systemu bankowego (niekiedy dokonuje się odwrotnego rozróżnienia). W niniejszej monografii stosowane będzie pojęcie „LOLR”, a beneficjent pomocy, o ile okaże się to konieczne, będzie wskazywany. Równocześnie termin „ELA” będzie się odnosił do wsparcia płynnościowego, wykraczającego poza zakres wspólnej polityki pieniężnej, które krajowe banki centralne Eurosystemu mogą przekazać instytucjom kredytowym strefy euro (por. podrozdział 2.2).

Odnosząc się do uzasadnienia realizacji funkcji LOLR przez bank centralny na rzecz pojedynczych banków, które są wypłacalne, ale odnotowują problemy z płynnością, w literaturze wskazuje się występowanie zjawiska asymetrii informacji (Freixas i in., 2000, s. 64–70). Może ono leżeć u podstaw runów na banki (ang. *bank run*) oraz zakłóceń w prawidłowym funkcjonowaniu rynku międzybankowego. Za najważniejszą jednak przesłankę realizacji funkcji LOLR uważa się negatywne efekty zewnętrzne dla systemu finansowego jako całości, będące konsekwencją upadłości banków wypłacalnych, ale mających problemy z płynnością (Freixas i in., 2000, s. 64–70; Szczepańska, 2004, s. 12). Poniżej przybliżona zostanie istota tych przesłanek.

W systemie rezerw cząstkowych banki komercyjne narażone są na wystąpienie zjawiska runu na bank. Polega ono na masowym wycofywaniu złożonych w nich depozytów. Ta „podatność” banków wynika wprost z niedopasowania struktury ich zobowiązań i należności pod względem terminów wymagalności i zapadalności. W szczególności ma to miejsce wtedy, gdy pasywa są rozproszone, krótkoterminowe oraz wymagalne na żądanie (np. depozyty), a aktywa długoterminowe i trudne do upłynnienia (np. kredyty), albo ich natychmiastowa sprzedaż wiąże się z obniżką ich cen (Szczepańska, Dobrzańska, Zdanowicz, 2015, s. 9).

Odwołując się do doświadczeń historycznych, do runów na banki dochodziło szczególnie często w Stanach Zjednoczonych w okresie Wielkiego Kryzysu lat trzydziestych XX wieku. Dzięki systemom gwarantowania depozytów oraz normom ostrożnościowym udało się w dużej mierze ograniczyć występowanie tych zjawisk (Freixas, Parigi, 2014, s. 478). Twierdzono nawet, że masowe wycofywanie wkładów przez deponentów może stanowić co najwyżej przedmiot zainteresowania debaty akademickiej (Padoa-Schioppa, 1999). Niemniej jednak ostatni kryzys wyraźnie pokazał, że runy na banki nie zostały w pełni wyeliminowane. Doświadczły ich chociażby Northern Rock Bank w Wielkiej Brytanii w 2007 roku, Countrywide Bank i IndyMac Bank w Stanach Zjednoczonych w 2008 roku, a także banki tak zwanych peryferyjnych krajów strefy euro w okresie kryzysu zadłużeniowego.

Teoretyczne prace poświęcone runom na banki można podzielić na dwie grupy – w zależności od przyczyn ich występowania. Pierwsza z nich wskazuje, że analizowane zjawiska są generowane przez samospełniające się oczekiwania deponentów dotyczące zachowania innych klientów banku. Rola tego czynnika została uwypuklona w modelu D. Diamonda i P. Dybviga (1983), który do dziś stanowi punkt wyjścia do dalszych badań z omawianego zakresu. Autorzy pokazują, że deponenci mogą rozpocząć masowe wycofywanie wkładów, jeżeli są przekonani, że inni klienci banku będą wypłacać środki. Obawiając się, że bank nie będzie w stanie zaspokoić wszystkich roszczeń, będą oni chcieli znaleźć się na „początku kolejki”. Co ważne, takie przekonanie może powstać pod wpływem zdarzenia losowego, niezależnie od sytuacji finansowej banku. Autorzy określili je mianem *sunspot* (stąd też w literaturze funkcjonuje *sunspot-based theory of bank runs*). Jako przykład późniejszych prac, które potwierdzają znaczenie samospełniających się oczekiwań, można podać te autorstwa J.-C. Rocheta i X. Vivesa (2004) czy też I. Goldsteina i A. Pauznera (2005). Wnioski płynące z drugiej grupy prac wskazują, że u źródła runów leży informacja, aczkolwiek niekompletna, na temat kondycji finansowej banku, którą posiadają deponenci (ang. *information-based theory of bank runs*). Decyzja o wycofaniu bądź pozostawieniu środków w danym banku zależy od sformułowanych przez nich ocen dotyczących jego wypłacalności (por. np. Jacklin, Bhattacharya, 1988).

Kolejną przesłanką realizacji funkcji LOLR wobec pojedynczych banków (obok runów) są nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku międzybankowego (por. Freixas i in., 2000, s. 64–67; Hoggarth, Soussa, 2001, s. 172). Na normalnie funkcjonującym rynku międzybankowym problemy banku z pozyskaniem środków wskazują na jego niewypłacalność. Niemniej jednak rynek międzybankowy może czasem nie funkcjonować sprawnie i – w pewnych warunkach – nawet wypłacalne instytucje mogą napotkać na problemy z zaciąganiem pożyczek. W tym kontekście zwraca się uwagę na trzy kwestie. Po pierwsze, rynek międzybankowy ma dostęp