

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
UNIWERSYTETU
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

<https://doi.org/10.18778/8142-420-2>

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)
- EFSF – 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 re-finansujące)
- MFW – Międzynarodowy Fundusz Walutowy
- MRO – Main Refinancing Operations (podstawowe operacje re-finansujące)
- 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 re-finansujące)
- 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. Bogołębska, 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 antykryzysowych 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.

Zasadniczą 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, poczynawszy 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 określany 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

jedynie do niepełnej informacji, przez co wątpliwości dotyczące wypłacalności mogą być kierowane wobec instytucji, które *de facto* nie mają tego typu problemów. Po drugie, rynek międzybankowy może stać się bardziej ostrożny w okresie kryzysu. Po trzecie, banki mogą nie chcieć udostępniać swoich nadwyżek płynności, obawiając się, że same będą mogły mieć problemy z jej pozyskaniem w sytuacji ewentualnych przyszłych niedoborów.

Odnosząc się do efektu zarażania (ang. *contagion effect*), w literaturze wskazuje się, że do jego wystąpienia może dojść (Szczepańska, Dobrzańska, Zdanowicz, 2015, s. 10):

- 1) bezpośrednio – przez wzajemne powiązania między instytucjami finansowymi,
- 2) pośrednio – przez ogólny spadek zaufania do systemu finansowego.

W przypadku bezpośredniego rozprzestrzeniania się zjawisk kryzysowych wyróżnia się dwa kanały. Pierwszym z nich jest system płatniczy. Zakłócenia w tym systemie wywołują negatywne skutki dla przebiegu płatności i handlu, ich długotrwałe utrzymywanie się prowadzi zaś do spadku zaufania zarówno wobec instytucji finansowych, jak i pieniądza. Drugim kanałem jest rynek lokat międzybankowych. Wskazuje się tu na tak zwany efekt domina braku płynności. Polega on na tym, że jeżeli bank A nie wywiąże się terminowo ze swojego zobowiązania wobec banku B, to bank B może nie mieć wystarczającej ilości środków na uregulowanie zobowiązań wobec swoich wierzycieli (Szczepańska, Dobrzańska, Zdanowicz, 2015, s. 10)⁶.

W literaturze dotyczącej efektu zarażania dużo miejsca poświęca się kwestii, czy run na pojedynczy bank zwiększa prawdopodobieństwo doświadczenia podobnych problemów przez inne banki. Nie jest to bynajmniej przedmiot dyskusji czysto akademickiej. Przykładowo, decyzja o zaoferowaniu wsparcia płynnościowego (w ramach realizacji funkcji LOLR) dla banku Northern Rock w 2007 roku była uzasadniana obawą o utratę zaufania do całego systemu finansowego i masowy odpływ depozytów z innych banków (House of Commons, 2008, s. 55).

Duża część prac potwierdza zależność przyczynowo-skutkową między runem na pojedynczy bank a masowym wycofywaniem wkładów z innych banków⁷. Przegląd literatury pozwala na identyfikację różnych czynników, które determinują siłę tej zależności. Po pierwsze, upadek jednego banku może pociągnąć za sobą run na inny bank, jeżeli deponenci dostrzegają podobieństwa między tymi instytucjami. Przykładowo może to dotyczyć banków o podobnej specyfice działalności lub lokalizacji geograficznej ekspozycji (np. banki regionalne

6 Szerzej na ten temat efektu domina braku płynności por. Hałaj, 2008, s. 23 i cytowaną tam literaturę.

7 Część prac wskazuje jednak na ograniczone występowanie tego powiązania (por. Freixas, Parigi, 2014, s. 483–485 oraz cytowaną tam literaturę).

– Freixas i in., 2000, s. 70). Po drugie, wraz ze wzrostem wzajemnych powiązań między bankami rośnie prawdopodobieństwo, że upadek jednej z tych instytucji przełoży się na runy na pozostałe. Przykładowo: badanie teoretyczne M. Browna, S. Trautmanna i R. Vlahu (2014) pokazuje, że odpływ depozytów może być bardzo „zaraźliwy”, ale tylko wtedy, kiedy deponenti wiedzą, że banki są ze sobą ekonomicznie powiązane. Do podobnego wniosku doszli R. Iyer i J.-L. Peydró (2010), którzy przeprowadzili empiryczne badanie dotyczące skutków upadłości banku spółdzielczego w Indiach. Autorzy ci weryfikowali prawdziwość hipotezy o występowaniu efektu zarażania w sytuacji powiązań między bankami. Ich wyniki wskazują, że prawdopodobieństwo znacznego wycofania depozytów wzrasta o 34 pkt proc., jeżeli dany bank ma duże powiązania z bankiem, który upadł. Dodatkowo, jak zauważają autorzy, wpływ ekspozycji na odpływ depozytów jest silniejszy przy wyższym poziomie powiązań, co wskazuje na nieliniową zależność. Po trzecie, decyzja o wycofaniu środków z banku A w odpowiedzi na run na bank B może mieć bezpośredni związek z uwarunkowaniami dotyczącymi samych deponentów (ang. *micro depositor level data*). R. Iyer i M. Puri (2008) przeprowadzili badanie dotyczące runu na bank, do którego doszło po upadku innego dużego banku, mimo braku wzajemnych powiązań między tymi instytucjami. Również to badanie było oparte na danych z indyjskiego sektora bankowego. Jak zauważają autorzy, na decyzję o wycofaniu wkładów mogą mieć wpływ takie czynniki, jak długość i głębokość relacji bank–klient czy też status etniczny deponentów (większą skłonność do wycofania wkładów wykazali przedstawiciele mniejszości, którą w badaniu stanowili muzułmanie).

Opisane wyżej przesłanki realizacji funkcji LOLR stały się w polskiej literaturze podstawą do sformułowania trzech głównych celów dla banku centralnego w omawianym obszarze (Bogołębska, 2008, s. 45–46; Smaga, 2014, s. 188):

- 1) zapewnienie sprawnego funkcjonowania systemów płatniczych,
- 2) zapobieganie runom na banki, które mogłyby przekształcić się w kryzys systemowy,
- 3) zapobieganie utracie płynności przez banki, co mogłoby skutkować ich niewypłacalnością.

Kończąc ten podrozdział, można zacytować opinię C. Wójcika, wskazującego, że: „Stabilność systemu bankowego gwarantowana jest poprzez obecność banku centralnego, który odgrywa wobec banków rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji. Piękno tego rozwiązania polega na tym, że sama zapowiedź dostarczenia środków przez bank centralny zmniejsza ryzyko załamania systemu, a więc w ostatecznym rozrachunku konieczność wydatkowania środków” (cyt. za: Pietrzak, 2012, s. 101). Niemniej jednak omawiane rozwiązanie nie jest wolne od wad. W szczególności, jak każda publiczna interwencja, budzi obawy o powstanie problemu

pokusy nadużycia (ang. *moral hazard*). Kwestia ta leży w centrum rozważań na temat funkcji LOLR, a tym samym warunków jej realizacji. Dlatego też przegląd rozważań jej dotyczących przybliży odpowiedź na ostatnie z pytań postawionych na początku rozdziału pierwszego – „Na jakich zasadach wsparcie LOLR może być udzielane?”.

1.1.2. Początki bankowości centralnej i funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji

W klasycznych podręcznikach z zakresu finansów i bankowości można znaleźć informację, że bank centralny pełni w gospodarce trzy zasadnicze role: podmiotu polityki gospodarczej, banku państwa, banku banków (por. np. Baka, 2001, s. 34; Daniels, Van Hoose, 2014, s. 172). W ramach pierwszej z nich bank centralny prowadzi przede wszystkim krajową politykę pieniężną. Zajmując strategiczną pozycję w systemie finansowym, wpływa na warunki monetarne i kredytowe, zagregowany poziom wydatków, a także – z większą lub mniejszą dokładnością – kluczowe zmienne makroekonomiczne, to jest inflację oraz krótkookresowy poziom produkcji i zatrudnienia (Singleton, 2011, s. 6).

Jako bank państwa bank centralny prowadzi obsługę bankową budżetu państwa, rachunki bankowe rządu i innych instytucji państwowych, a także realizuje ich zlecenia płatnicze. Równocześnie, jak dodają niektórzy ekonomiści (por. np. Wójtowicz, 2006, s. 14), rola ta obejmuje także zarządzanie państwowymi rezerwami walutowymi.

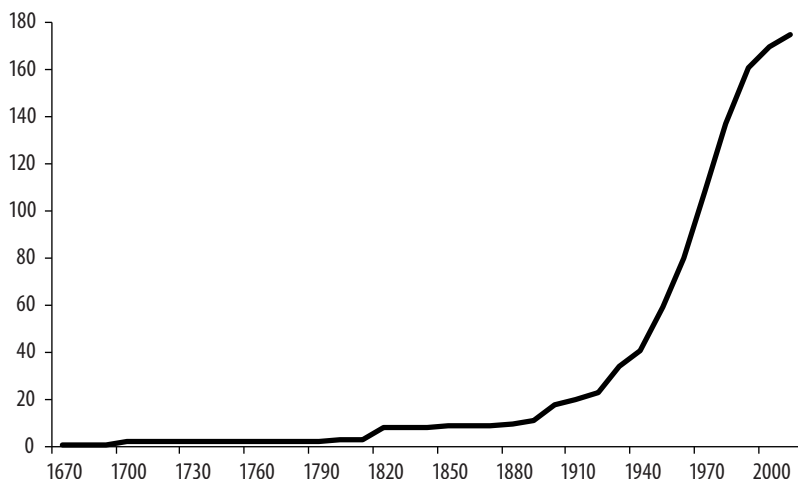
Pełniąc rolę banku banków, bank centralny wykonuje funkcje regulacyjne wobec banków komercyjnych w celu zapewnienia bezpieczeństwa zgromadzonych w nich depozytów i stabilności sektora bankowego. Równocześnie organizuje on system rozliczeń pieniężnych, prowadzi rachunki banków komercyjnych, a także aktywnie uczestniczy w międzybankowym rynku pieniężnym. W ramach omawianej roli bank centralny, mając na uwadze stabilność finansową systemu bankowego, realizuje funkcję LOLR.

Z powyższego wynika, że funkcja LOLR jest jednym z zadań współczesnego banku centralnego. W ocenie niektórych ekonomistów (Cecchetti, Schoenholtz, 2011, s. 416) przyczynianie się do zapewnienia stabilności systemu finansowego, czemu służy właśnie funkcja LOLR, jest jego najważniejszym zadaniem. Zanim jednak przedstawiony zostanie kontekst historyczny rozpoczęcia realizacji omawianej funkcji przez pierwsze banki centralne, warto poczynić jedną uwagę dotyczącą wyżej wymienionych obszarów działalności banku centralnego. Jest to dość ogólne zestawienie. Szeroką listę funkcji i zadań przedstawiają na przykład A. Kaźmierczak (2008, s. 115–116) czy też J. Singleton (2011, s. 5–9). Należy

jednak pamiętać, że lista ta zmieniała się na przestrzeni czasu i wyglądała różnie w poszczególnych krajach⁸.

Powstanie pierwszych banków centralnych datuje się na drugą połowę XVII wieku (Bank Szwecji – 1668 r., Bank Anglii – 1694 r.). Nie były one jednak bankami centralnymi w dzisiejszym rozumieniu tego pojęcia. Jak wskazują Capie i in. (1994, s. 5), istota bankowości centralnej sprowadza się bowiem – obok świadczenia państwu usług bankowych oraz monopolu na emisję banknotów – do funkcji LOLR. Tę z kolei pierwsze banki centralne zaczęły realizować dopiero w ostatnich dekadach XIX wieku.

Jak widać na wykresie 1, zdecydowana większość banków centralnych powstała w XX wieku. Przed 1900 rokiem istniało jedynie 14 banków centralnych. Obecnie, według statystyk Banku Rozrachunków Międzynarodowych (Bank for International Settlements – BIS), jest ich ponad 170 (<https://www.bis.org/cbanks.htm>). Pierwsze banki centralne były zakładane w Europie. Najstarszą instytucją tego typu spoza Starego Kontynentu jest utworzony w 1882 roku Bank Japonii.



Wykres 1. Liczba banków centralnych na świecie

Źródło: Daniels, Van Hoose, 2014, s. 170; dane z Capie i in., 1994, s. 6 oraz BIS.

Dane zawarte w tabeli 1 pokazują, że pierwsze banki centrale ustanawiano dla realizacji określonych zadań publicznych (por też. Grossman, 2006, s. 9). Przykładowo: bank centralny Holandii powstał w celu ułatwienia prowadzenia handlu przez rozszerzenie wachlarza usług bankowych. Finansowanie działań wojennych

⁸ Przykładowo: w przeszłości jedną z ważnych funkcji banków centralnych było udzielanie rządów kredytów na finansowanie deficytu budżetowego bądź przedsięwzięć rozwojowych (Baka, 2001, s. 33).

było z kolei motywem towarzyszącym utworzeniu Banku Szwecji, Banku Anglii i Banku Hiszpanii. W przypadku Niemiec i Włoch, w których w XIX wieku miały miejsce procesy zjednoczeniowe, chodziło z kolei o konsolidację istniejących instytucji emisyjnych.

Tabela 1. Motywy powstania wybranych banków centralnych

Data powstania	Kraj	Nazwa	Motywy powstania
1668 ^{a)}	Szwecja	Bank Szwecji (Sveriges Riksbank)	Finansowanie działań wojennych
1694	Wielka Brytania	Bank Anglii (Bank of England)	Finansowanie działań wojennych
1782 ^{a)}	Hiszpania	Bank Hiszpanii (Banco de España)	Finansowanie działań wojennych
1800	Francja	Bank Francji (Banque de France)	Przywrócenie ładu pieniężnego, wspieranie wzrostu gospodarczego w warunkach porewolucyjnej recesji
1811	Finlandia	Bank Finlandii (Suomen Pankki)	Uzyskanie suwerenności monetarnej
1814	Holandia	Bank Holandii (De Nederlandsche Bank)	Wspieranie wzrostu gospodarczego, wprowadzenie ładu pieniężnego
1816	Austria	Narodowy Bank Austrii (Oesterreichische Nationalbank)	Przywrócenie stabilnego systemu monetarnego, zrujnowanego w wyniku wojen napoleońskich
1816	Norwegia	Bank Norwegii (Norges Bank)	W ramach reform gospodarczych przeprowadzonych po separacji z Danią
1818	Dania	Narodowy Bank Danii (Danmarks Nationalbank)	Odzyskanie stabilności monetarnej, utraconej w wyniku nadmiernych wydatków rządowych w czasie wojen napoleońskich
1846	Portugalia	Narodowy Bank Portugalii (Banco de Portugal)	Przywrócenie stabilności monetarnej
1850	Belgia	Narodowy Bank Belgii (Banque Nationale de Belgique)	W ramach reform po kryzysie finansowo-pieniężnym
1876 ^{a)}	Niemcy	Niemiecki Bank Federalny (Deutsche Bundesbank)	Konsolidacja istniejących instytucji emisyjnych
1882	Japonia	Bank Japonii (日本銀行)	W ramach reform modernizacyjnych (reformy Meiji)
1893	Włochy	Bank Włoch (Banca d'Italia)	Konsolidacja istniejących instytucji emisyjnych

Tabela 1 (cd.)

Data powstania	Kraj	Nazwa	Motywy powstania
1907	Szwajcaria	Narodowy Bank Szwajcarii (Schweizerische Nationalbank)	Wyeliminowanie konkurencyjnej emisji banknotów
1911 ^{a)}	Australia	Bank Rezerwy Australii (Reserve Bank of Australia)	Skupienie uprawnień emisyjnych w jednej instytucji
1913	Stany Zjednoczone	System Rezerwy Federalnej (Federal Reserve System)	Ustanowienie LOLR
1924 ^{a)}	Polska	Narodowy Bank Polski	Przywrócenie ładu pieniężnego
1934	Kanada	Bank Kanady (Bank of Canada)	Ustanowienie LOLR ^{b)}
1934	Nowa Zelandia	Bank Rezerwy Nowej Zelandii (Reserve Bank of New Zealand)	Ustanowienie LOLR

a) Data powstania prekursora; b) W literaturze nie ma zgody co do motywu powstania Banku Kanady. M. Bordo i A. Redish (1987) wskazują, że nie było nim ustanowienie LOLR. Decydującą rolę, zdaniem autorów, odegrały zaś czynniki polityczne, w tym chęć udowodnienia, że rząd podejmuje aktywne działania w warunkach Wielkiego Kryzysu i towarzyszącego mu spadku zaufania do zdolności rynku do samoregulacji, a także presja środowiska międzynarodowego na ustanowienie banku centralnego jako instytucji ułatwiającej międzynarodową współpracę monetarną.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Siklos, 2002, s. 11; Cizak i in., 2004, s. 12–53; Baka, 2005, s. 101–242 oraz stron internetowych wyszczególnionych banków centralnych.

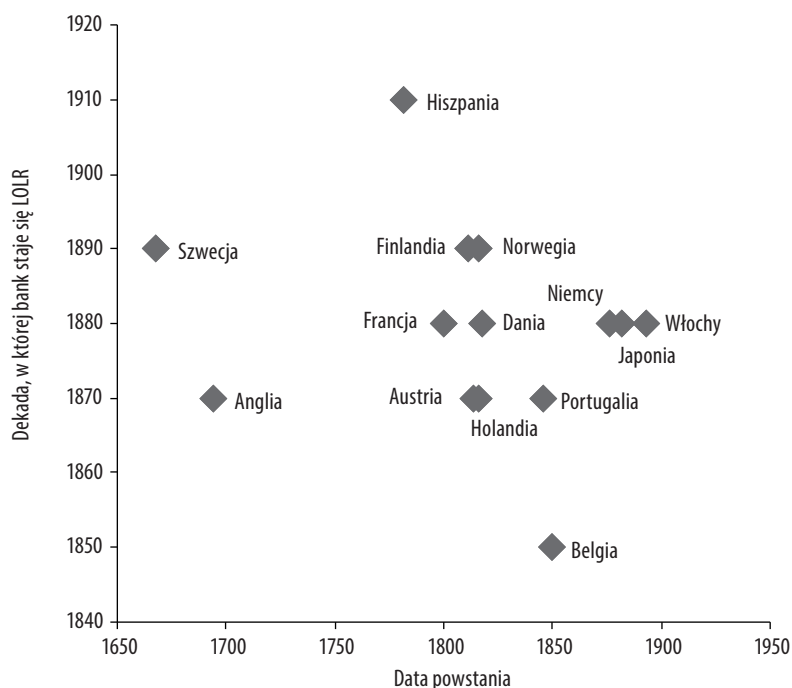
Jak wskazują Capie i in. (1994, s. 4), omawiane banki nie były instytucjami sektora publicznego, działającymi na zasadach *non profit*, lecz podmiotami komercyjnymi. Ich specjalna pozycja wynikała z faktu, że pełniły one funkcję (głównego) bankiera rządu, w zamian za co, w części przypadków, otrzymywały pewne (monopolistyczne) przywileje, w szczególności w zakresie emisji banknotów. Stąd też określano je mianem banków emisyjnych⁹.

Z biegiem czasu banki emisyjne stawały się bankami banków. Początkowo udzielały pożyczek innym bankom systemu, które doświadczały okresowych problemów z płynnością. Czyniły to jednak w celach komercyjnych. Ich przekształcenie się w instytucje celowo przedkładające stabilność systemu finansowego nad własną zyskowność nastąpiło dopiero na przełomie XIX i XX wieku.

W ramach toczącej się w XIX stuleciu dyskusji na temat dominujących banków emisyjnych zaczęto zwracać uwagę na ich wpływ na dobrobyt gospodarczy kraju. Nieco wyprzedzając dalsze rozważania zawarte w niniejszej pracy, należy tu w szczególności wskazać W. Bagehota (1873), który sugerował, że Bank Anglii

9 Monopolistyczną pozycję w zakresie emisji banknotów pierwsze banki centralne otrzymywały zazwyczaj kilka dekad od ich powstania, choć niektóre z nich, jak na przykład Bank Anglii i Bank Szwecji, musiały czekać znacznie dłużej (odpowiednio 150 i 229 lat). Niemniej jednak zdarzało się, że bank otrzymywał takie prawa w roku utworzenia. Miało to miejsce w przypadku banków Austrii, Belgii czy też Danii (Capie i in., 1994, s. 6).

w swoich działaniach powinien kierować się długookresową stabilnością systemu finansowego, nie zaś partykularnym interesem maksymalizacji zysku. Równocześnie kwestia realizacji przez omawiane instytucje funkcji publicznych stała się bezsporna wraz z wykształceniem się pod koniec XIX wieku pierwszego międzynarodowego systemu walutowego – to jest systemu waluty złotej. Dostrzegając sprzeczność między celami publicznymi a komercyjnymi (neutralność funkcji LOLR *versus* rywalizacja z innymi bankami systemu), dominujące banki emisyjne zaczęły odchodzić od działalności komercyjnej (Cruz Ortiz, 2009, s. 19–20).



Wykres 2. Pierwsze banki centralne: powstanie^{a)} i funkcja LOLR

a) Data powstania banku centralnego/prekursora.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Capie i in., 1994, s. 6.

Część ekonomistów utożsamia wyłonienie się właściwej bankowości centralnej z akceptacją funkcji LOLR przez dominujące banki emisyjne. Jak widać na wykresie 2, w przypadku najważniejszej wówczas instytucji finansowej świata – Banku Anglii – miało to miejsce w latach siedemdziesiątych XIX wieku w związku z serią kryzysów bankowych, które wybuchały w XVIII i XIX stuleciu¹⁰. W ślad za nim

¹⁰ Część badaczy działalności Banku Anglii wskazuje, że podjął się on realizacji funkcji LOLR wcześniej (Lovell, 1957, s. 8). Z kolei w encyklopedii *The new Palgrave dictionary of economics*

poszły inne dominujące banki emisyjne z Europy kontynentalnej, w tym: Austrii, Portugalii, Francji.

Biorąc powyższe pod uwagę, można polemizować z W. Baką (2001, s. 20), który przekonuje, że przejście od klasycznej bankowości emisyjnej do bankowości centralnej nastąpiło wraz z utworzeniem Systemu Rezerwy Federalnej (SRF, Fed). Autor ten wskazuje w szczególności nadzór SRF nad systemem bankowym (szerza lista funkcji amerykańskiego banku względem europejskich odpowiedników), organizację i mechanizmy instytucjonalne, konstytucyjne cele działalności. Wydaje się jednak, że omawiana transformacja nastąpiła wcześniej niż w 1913 roku. Już wówczas można było wskazać standardowy model banku centralnego, który przyjęła większość krajów uprzemysłowionych. Głównym zadaniem tej instytucji było utrzymanie wymienialności pieniądza krajowego na złoto po stałym parytecie. Celem operacyjnym banku centralnego była stopa procentowa rynku międzybankowego, a podstawowym instrumentem polityki pieniężnej – redyskonto weksli. Bank centralny pełnił rolę banku banków, wzmocnioną jego odejściem od działalności komercyjnej. Okazjonalnie podejmował on działania ratunkowe wobec instytucji finansowych, ale na zasadzie *ad hoc*, bez wyraźnie określonego zobowiązania, nie pełniąc przy tym funkcji regulacyjnych oraz nadzorczych (Carpie i in., 1994, s. 15).

1.1.3. Rozważania klasyków nad funkcją pożyczkodawcy ostatniej instancji

Za autora pojęcia „LOLR” uznaje się sir F. Baringa, który w *The Observations on the Establishment of the Bank of England and on the paper circulation of the country* określił Bank Anglii mianem *the dernier resort* (Baring, 1797). Niemniej jednak założenia klasycznej koncepcji LOLR można znaleźć w pracach innych brytyjskich ekonomistów i publicystów – H. Thorntona (1802) oraz W. Bagehota (1873)¹¹. W literaturze panuje zgoda, że pierwszy z nich przedstawił fundamenty omawianej koncepcji, drugi zaś odegrał kluczową rolę w jej spopularyzowaniu (por. np. Humphrey, Keleher, 1984, s. 282; Laidler, 2003, s. 61). I choć upłynęło dużo czasu od publikacji prac wskazanych autorów, to postulaty w nich zawarte do dziś stanowią punkt wyjścia do dalszej dyskusji na temat funkcji LOLR. Dlatego też, w pierwszej kolejności przedstawiony zostanie wkład H. Thorntona oraz W. Bagehota

(Durlauf, Blume, 2008), pod hasłem *Bank Anglii*, można znaleźć informację, że stał się on niekwestionowanym LOLR w 1890 roku, kiedy zorganizował pomoc dla banku Baring Brothers & Co.

11 Thornton był bankierem i członkiem parlamentu, a Bagehot historykiem gospodarczym, eseistą i wieloletnim redaktorem „The Economist”.

w rozwój koncepcji LOLR. Równocześnie warto zaznaczyć, że klasyczne rozważania na temat funkcji LOLR były prowadzone w kontekście toczącej się w XIX wieku debaty na temat roli Banku Anglii, w tym w szczególności w związku z uchwaleniem tak zwanej ustawy Peela w 1844 roku¹², oraz serią kryzysów bankowych, których w omawianym okresie doświadczyła Wielka Brytania.

1.1.3.1. Wkład Henry'ego Thorntona¹³

W swoich wystąpieniach parlamentarnych, a także w przywoływanej już pracy z 1802 roku pt. *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain* H. Thornton rozważał funkcję LOLR w kontekście specjalnego miejsca Banku Anglii w brytyjskim systemie bankowym. W swojej wieloaspektowej analizie dotyczącej LOLR poruszył on takie kwestie jak:

- 1) cechy Banku Anglii, które czyniły jego pomoc nieodzowną w okresie paniki bankowej¹⁴,
- 2) możliwa sprzeczność między realizacją funkcji LOLR a odpowiedzialnością Banku Anglii za kontrolę tempa wzrostu podaży pieniądza,
- 3) mikro- i makroekonomiczne uwarunkowania działalności LOLR.

Ponadto, jak zauważa T. Humphrey (2010, s. 335), H. Thornton jako pierwszy nawiązał do problemu pokusy nadużycia w kontekście omawianej funkcji.

Odnosząc się do szczególnych cech Banku Anglii, które predestynowały go do realizacji funkcji LOLR, H. Thornton wskazał na kontrolę tej instytucji nad źródłem pieniądza wielkiej mocy. Uszczegóławiając, Bank Anglii utrzymywał rezerwy złota oraz emitował własne banknoty (drugi komponent bazy monetarnej), które powszechnie postrzegane były jako ekwiwalent złotych monet. Mógł on zatem zaspokoić wzmożony popyt na płynność w sytuacji paniki. Po drugie, jak podkreślał autor, inaczej niż banki komercyjne, które kierują się wyłącznie interesem swoich udziałowców i klientów, Bank Anglii ma do wypełniania zadania publiczne – jego odpowiedzialność rozciąga się na całą gospodarkę. Dlatego też postępowanie Banku Anglii w sytuacji paniki powinno być odmienne od zachowania banków komercyjnych. W szczególności powinien on zwiększyć emisję banknotów i rozszerzyć akcję kredytową, podczas gdy bank komercyjny będzie swoją ograniczał. Uwzględniając swój wpływ na podaż pieniądza, Bank Anglii musi bowiem zdawać

12 Ustawa ta dzieliła Bank Anglii na dwa departamenty – emisyjny i bankowy, ograniczając możliwość pierwszego z nich w zakresie emisji banknotów niepokrytych złotem.

13 Wkład Thorntona, a dalej także Bagehota, zostanie omówiony przede wszystkim na podstawie prac: Humphrey, Keleher, 1984, s. 282–289, 297–307; Humphrey, 1989, s. 8–16; 2010, s. 335–352; Levy Economics Institute, 2013, s. 14–18.

14 „[...] the Bank of England, the only body by whose interposition the distress can be relieved [...]” (Thornton, 1802, s. 64).

sobie sprawę, że w warunkach paniki jego restrykcyjne nastawienie wpłynie negatywnie na aktywność gospodarczą.

W dalszej kolejności H. Thornton poruszył następujące kwestie związane z realizacją funkcji LOLR:

- 1) odniósł się on do potencjalnego konfliktu między odpowiedzialnością Banku Anglii za kontrolę tempa wzrostu bazy monetarnej (w formie pieniądza papierowego) a realizacją funkcji LOLR; zaspokojenie zapotrzebowania na pieniądź wielkiej mocy w sytuacji paniki oznacza bowiem konieczność czasowego poluzowania tej kontroli; niemniej jednak H. Thornton przekonywał, że nie ma sprzeczności między tymi zadaniami, ponieważ pierwsze z nich odnosi się do długiego okresu, drugie zaś do przejściowych sytuacji paniki, które mogą trwać jedynie kilka dni; jeżeli LOLR zareaguje szybko na ryzyko kryzysu płynności, panika zostanie zażegnana; co więcej, wystarczające może okazać się samo oczekiwanie co do takiej reakcji Banku Anglii; innymi słowy, odchylenie dynamiki papierowego komponentu bazy monetarnej od jej długookresowej ścieżki¹⁵ będzie niewielkie, zarówno pod względem skali, jak i czasu trwania;
- 2) rozpatrywał zakres podmiotowy oddziaływania LOLR – nie był on zwolennikiem udostępniania pomocy bankom, które znalazły się w trudnym położeniu z własnej winy (np. wskutek niewłaściwego zarządzania, nieostrożności czy też pochopności w działaniu), takie wsparcie mogłoby bowiem stanowić zachętę dla innych instytucji do podejmowania zbyt ryzykownych działań; co do zasady Thornton uważał, że funkcja LOLR powinna być realizowana wobec rynku (systemu bankowego jako całości – ang. *the general interest*), nie zaś pojedynczych banków, jakkolwiek ważne byłoby ich miejsce w systemie finansowym;
- 3) poruszył problem efektu zarażania – w tym kontekście wskazywał, że panika może być wywołana różnego rodzaju „alarmami”, takimi jak pojawienie się pogłosek o inwazji obcych wojsk czy też upadek pojedynczego banku; zadaniem banku centralnego nie jest powstrzymywanie tych „zapalnych” wydarzeń (ang. *triggering events*); jako LOLR odpowiada on natomiast za zahamowanie paniki, to jest zapobieżenie jej rozprzestrzenieniu się na cały system bankowy; innymi słowy, wszechobecna panika nie jest wynikiem upadku pierwszego banku, ale błędów po stronie LOLR;
- 4) wskazał, że najważniejszym celem funkcji LOLR jest ochrona podaży pieniądza – przedstawił on łańcuchową reakcję między początkowym szokiem (takim jak np. pogłoski o upadku pojedynczego banku), paniką finansową, wzmożonym popytem na bazę monetarną, zasobem pieniądza w obiegu,

15 „the deviation of the paper component of the monetary base from its long-run target path” (Humphrey, 2010, s. 339).

a w ostateczności poziomem aktywności gospodarczej; tym samym powstrzymanie runów na banki, jakkolwiek ważne i użyteczne, było narzędziem do realizacji zdefiniowanego przez autora nadrzędnego celu funkcji LOLR.

1.1.3.2. Wkład Waltera Bagehota

Koncepcja LOLR, choć została wielowątkowo podjęta w pracy H. Thorntona, najczęściej jest jednak kojarzona z późniejszymi rozważeniami W. Bagehota. W swoim fundamentalnym dziele z 1873 roku pt. *Lombard Street: a Description of the Money Market*, a także, o czym się często zapomina, licznych esejach, które ukazywały się na łamach „The Economist”, W. Bagehot odniósł się do wielu kwestii stanowiących już wcześniej przedmiot przemysłów H. Thorntona¹⁶. Jednocześnie autor zwrócił uwagę na nowe aspekty, rozszerzając tym samym klasyczną doktrynę LOLR. Najbardziej znany, ale – jak się okaże w dalszej części niniejszej pracy – budzący kontrowersje i trudności interpretacyjne, stał się jego postulat, by bank centralny w czasie paniki udostępniał środki bez ograniczeń, ale pod zastaw dobrego zabezpieczenia i po wysokiej stopie procentowej.

Odnosząc się pokrótce do kwestii, które W. Bagehot powtórzył za H. Thorntonem, obaj autorzy byli zgodni co do szczególnej roli Banku Anglii w powstrzymaniu szerzenia się paniki w systemie bankowym. W. Bagehot definiując panikę, pisał, że jest to stan powszechnego braku zaufania, przy czym jedyną instytucją, która obdarzona jest wówczas zaufaniem, jest właśnie Bank Anglii (Bagehot, 1978, s. 88). Równocześnie wskazywał, że odpowiednio szybka reakcja banku centralnego jest w stanie położyć kres panice nawet w kilka dni. Ponadto podzielał on zdanie H. Thorntona, że bank centralny, w ramach realizacji omawianej funkcji, odpowiada za dostarczenie płynności do całego systemu bankowego, nie zaś do poszczególnych instytucji. Co więcej, w ocenie W. Bagehota wsparcie LOLR nie powinno być kierowane do banków, które zostały zmuszone do szukania pomocy wskutek własnych błędów, a także do tych instytucji, które w dzisiejszej nomenklaturze można byłoby określić mianem „zbyt dużych/ważnych, by upaść”.

Przechodząc do tej części rozważań W. Bagehota, która nie jest powtórzeniem postulatów wysuniętych uprzednio przez H. Thorntona, ale stanowi wkład autora w rozwój koncepcji LOLR, warto zwrócić uwagę przede wszystkim na cztery kwestie.

Po pierwsze, w jego ocenie istota funkcji LOLR sprowadza się nie tylko do udostępnienia płynności w czasie paniki, ale także poinformowania, z odpowiednim wyprzedzeniem, że bank centralny jest gotowy udzielić pomocy (w zamian za dobre zabezpieczenie) każdorazowo, gdy zajdzie taka potrzeba. Rozpatrując realizację omawianej funkcji w kategoriach obowiązku Banku Anglii, autor wskazywał,

16 Co ciekawe, Bagehot nie nawiązywał do rozważań Thorntona.

że tylko takie jego działanie może powstrzymać rozprzestrzenienie się paniki, każde inne ją spotęguje (Bagehot, 1873, s. 79).

Po drugie, W. Bagehot stał na stanowisku, że pożyczki powinny być udzielane na wysoki procent¹⁷, co zniechęci do niepotrzebnego i zbyt częstego zwracania się o pomoc LOLR. Wysoka stopa procentowa miała sprzyjać szybszej spłacie pożyczki przez beneficjentów pomocy LOLR, pokazać, że „ochrona” oferowana przez bank centralny ma swój koszt, a także zmotywować potencjalnych pożyczkobiorców do wykorzystania w pierwszej kolejności wszystkich rynkowych źródeł płynności, zanim zgłoszą się oni po wsparcie LOLR. Argumentem na rzecz tego postulatu była także ochrona rezerw kruszczowych banku centralnego.

Po trzecie, autor odniósł się do wymogów w zakresie aktywów zabezpieczających. Był on zdania, że zasilenie w płynność może nastąpić jedynie w zamian za dobre papiery wartościowe (ang. *good securities*). Co jednak ważne, Bank Anglii powinien akceptować zabezpieczenie, które jest uznawane za dobre w normalnych czasach (ang. *ordinary times*). W przeciwnym wypadku, to jest nie przyjmując w zastaw pierwszorzędnych papierów wartościowych, bank centralny przyczyni się do nasilenia się paniki (Bagehot, 1873, s. 147–148).

Po czwarte, W. Bagehot, w myśl wyznawanej filozofii leseferystycznej, ostrzegał przed nadmiernym poleganiem na instytucji LOLR. W jego ocenie nie zastąpi ona bowiem rozsądnego postępowania banków. Inaczej rzecz ujmując, stabilność systemu bankowego nie powinna opierać się na dostępności wsparcia LOLR, lecz na bezpiecznych instytucjach, które go tworzą.

Podsumowując klasyczne rozważania na temat funkcji LOLR, można je zawrzeć w następujących punktach:

1. Funkcję LOLR realizuje bank centralny.
2. Zadaniem LOLR jest niedopuszczenie do rozprzestrzenienia się paniki w sektorze bankowym.
3. Pomoc LOLR powinna być kierowana wyłącznie do banków mających problemy z płynnością; nie powinny być nią objęte banki niewypłacalne.
4. W sytuacjach paniki pomoc LOLR powinna być nieograniczona.
5. Wsparcie LOLR powinno być udzielane na wysoki procent, to jest powyżej stopy rynkowej.
6. Pożyczki powinny być dostępne pod warunkiem przedstawienia dobrych papierów wartościowych.
7. LOLR powinien z wyprzedzeniem informować o swojej gotowości do udzielenia pomocy.

17 Jak jest to interpretowane, Bagehot postulował stosowanie wyższej stopy procentowej względem oprocentowania sprzed kryzysu, a nie w jego trakcie (Polański, 2012a, s. 275).

Jak wskazuje Z. Polański (2012b, s. 90), wymienione wyżej zasady mają „charakter kanoniczny dla polityki pożyczkodawcy ostatniej instancji”. O sukcesie reguł W. Bagehota mówi się najczęściej w kontekście opartej na nich działalności Banku Anglii. Od upadku domu dyskontowego Overend, Gurney & Company w 1866 roku do ujawnienia się problemów banku Northern Rock w 2007 roku, a więc przez blisko sto pięćdziesiąt lat, w Wielkiej Brytanii nie odnotowano żadnego poważnego kryzysu bankowego (Bordo, 2007, s. 2).

1.1.4. Ewolucja poglądów na temat pożyczkodawcy ostatniej instancji

Jak zauważają C. Goodhart i G. Illing (2002, s. 1–2), odkąd funkcja LOLR stała się powszechną praktyką wśród banków centralnych, co – jak już zostało wskazane na początku rozdziału pierwszego – nastąpiło na przełomie XIX i XX wieku, nie stanowiła ona przedmiotu szczególnego zainteresowania ze strony środowiska akademickiego (z oczywistym wyjątkiem historyków gospodarczych). Zdaniem autorów, wiąże się to z faktem, że gospodarka światowa od połowy lat czterdziestych do początku lat siedemdziesiątych XX wieku cechowała się wyjątkową stabilnością finansową¹⁸. Sytuacja ta zmieniła się diametralnie na początku lat siedemdziesiątych – przede wszystkim w związku z wybuchem kryzysu naftowego oraz rozpadem systemu stałych kursów walutowych z Bretton Woods. Kolejne dekady XX wieku również nie były wolne od zjawisk kryzysowych. W latach osiemdziesiątych w wielu gospodarkach wschodzących doszło do kryzysu zadłużeniowego, natomiast lata dziewięćdziesiąte zapisały się w historii finansowej świata – a w szczególności krajów Azji Południowo-Wschodniej – pod znakiem kryzysów walutowych. Niewątpliwie jednak najpoważniejsze załamanie od czasów Wielkiego Kryzysu, które objęło swoim zasięgiem gospodarkę światową, miało miejsce w pierwszym dziesięcioleciu XXI wieku¹⁹.

Wzrost liczby zjawisk kryzysowych, jak twierdzą C. Goodhart i G. Illing (2002, s. 2), spowodował, że tematyka kryzysów finansowych ponownie stała się przedmiotem szczególnego zainteresowania. W tym kontekście powtórnie zwrócono

18 W szczególności w latach 1945–1971 nie odnotowano kryzysów bankowych na świecie, poza jednym tego typu incydentem w Brazylii w 1962 roku (Allen, Gale, 2007, s. 2).

19 Wyjaśnieniu wyjątkowej stabilności finansowej w dwudziestoleciu powojennym oraz jej późniejszego braku próbuje dostarczyć koncepcja niestabilności systemu finansowego H. Minsky'ego. W jej myśl systemy finansowe cechuje endogeniczna tendencja do nierównowagi (kryzysy finansowe nie wybuchają przez przypadek). W tym kontekście stabilności finansowej w analizowanym okresie sprzyjało ożywienie gospodarcze po Wielkim Kryzysie oraz potrzeba powojennej odbudowy. Początek niestabilności wiąże się zaś właśnie z odnowieniem się tendencji do nierównowagi w gospodarkach kapitalistycznych (Mullineux, 2011, s. 73–75).

uwagę na funkcję LOLR. W zakresie tak zwanego współczesnego ujęcia dyskusja toczyła się przede wszystkim wokół mikro- i makroekonomicznych uwarunkowań tej funkcji, to jest wokół problemu, czy bank centralny powinien zasilać w płynność cały system bankowy przez operacje otwartego rynku, czy też – w ramach pożyczek bilateralnych – może również udzielać pomocy indywidualnym instytucjom (w tym także niewypłacalnym). Ponadto relatywnie dużo uwagi poświęcono problemowi pokusy nadużycia, ze szczególnym uwzględnieniem kwestii dyskrecjonalności banku centralnego w zakresie realizacji funkcji LOLR.

W ramach ujęcia współczesnego wyodrębnia się trzy podejścia do funkcji LOLR (Tucker, 2014, s. 16):

- 1) stanowisko Banku Rezerwy Federalnej w Richmond (ang. *the Richmond Fed view*),
- 2) stanowisko Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku (ang. *the New York Fed view*),
- 3) stanowisko zwolenników wolnej bankowości (ang. *the “free banking” school*)²⁰.

Przedstawiciele pierwszego podejścia uważają, że funkcja LOLR powinna być realizowana jedynie przez operacje otwartego rynku. Zgodnie z poglądami zwolenników operacji bilateralnych, reprezentujących drugie podejście, w ramach funkcji LOLR prawo do zasilania płynnościowego powinno obejmować pojedyncze instytucje, w tym również te, które nie są wypłacalne. Z kolei według rzeczników wolnej bankowości nie ma żadnego uzasadnienia, aby jakakolwiek instytucja władzy publicznej pełniła funkcję LOLR. Poniżej przybliżone zostanie każde z tych stanowisk.

1.1.4.1. Stanowisko Banku Rezerwy Federalnej w Richmond

Przedstawiciele omawianego stanowiska opowiadają się za realizacją funkcji LOLR przez bank centralny zgodnie z zasadami W. Bagehota. Są przy tym zdania, że wsparcie płynnościowe nie powinno być udzielane indywidualnym bankom komercyjnym, lecz – przez operacje otwartego rynku – całemu systemowi bankowemu. Wynika to w szczególności z ich przeświadczenia, że rynek sam najlepiej dokonuje alokacji płynności.

W *A Monetary History of the United States, 1867–1960* (1963) M. Friedman oraz A. Schwartz wskazują, że System Rezerwy Federalnej (*de facto* ustanowiony w celu zapewnienia stabilności finansowej; por. tabela 1), nie wywiązał się z realizacji funkcji LOLR w czasie Wielkiego Kryzysu. Ich zdaniem, gdyby Fed postępował zgodnie z zasadami W. Bagehota, to możliwe byłoby uniknięcie drastycznego spadku

20 Pierwsze dwa podejścia funkcjonują w literaturze również jako – odpowiednio – stanowisko monetarystów oraz C. Goodharta i podzielających jego poglądy (por. np. Bordo, 1990; Szczepańska, 2008).

podąży pieniądza i szeregu negatywnych skutków gospodarczych, które temu towarzyszyły. Zamiast tego, jak oceniają autorzy, Fed był w swoich działaniach pasywny, defensywny i niezdeterminowany (Friedman, Schwartz, 2009, s. 193).

Podobne stanowisko przedstawia A. Meltzer (1985, s. 79 i 85). Autor ten rozpoczyna swoje rozważania na temat funkcji LOLR od odwołania się do historii monetarnej Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych. Zwraca uwagę na fakt, że choć w obu krajach odnotowywano liczne upadki pojedynczych instytucji finansowych, to tylko niektóre z nich pociągnęły za sobą panikę finansową czy też kryzys. Najczęściej panika (o ile do niej dochodziło) miała charakter krótkotrwały. Przypadki określone przez A. Meltzera jako najgorsze, to jest zapadające głęboko w pamięć społeczną, miały miejsce wtedy, kiedy bank centralny nie wywiązał się z funkcji LOLR dla systemu finansowego. W tym kontekście autor sugeruje, że upadki banków w Stanach Zjednoczonych w latach 1931–1933 należy wiązać z postępowaniem Fed niezgodnym z regułami W. Bagehota²¹.

W dalszej kolejności A. Meltzer (1985, s. 83–84) odwołuje się do dorobku klasycznego, który wyraźnie wskazuje, że funkcja LOLR nie polega na ratowaniu niewypłacalnych banków. Autor uznaje tę zasadę za szczególnie ważną, ponieważ niestosowanie się do niej zmienia podejście instytucji finansowych do ryzyka. Świadomość, że nie pozwoli im się upaść, stanowi dla nich zachętę do angażowania się w nadmiernie ryzykowne przedsięwzięcia w celu osiągnięcia wyższych zysków. Ich właściciele oraz menedżerowie zdają sobie bowiem sprawę, że kosztami ewentualnych niepowodzeń zostaną obciążeni podatnicy. Dlatego też A. Meltzer uważa, że powstrzymywanie się od ratowania niewypłacalnych instytucji stanowi ważny element dyscypliny rynkowej, niezbędnej do efektywnego funkcjonowania rynku.

Kwestię pokusy nadużycia porusza także G. Kaufman (1990, s. 18–20), który stwierdza, że pomoc LOLR zawsze generuje koszty. Podkreśla przy tym, że inaczej niż w przypadku korzyści, które są oczywiste i natychmiastowe, koszty takiej pomocy ujawniają się z opóźnieniem, przez co nie zawsze są z nią bezpośrednio związane, a także trudno je oszacować. Autor podaje następujący przykład. Udzielając wsparcia w ramach funkcji LOLR w celu powstrzymania masowej wyprzedaży aktywów w danym sektorze (ang. *to prevent fire-sale losses*) po cenie niższej niż ta, którą zażądałby rynek, bank centralny nie sprzyja podejmowaniu przez uczestników tego sektora działań mających na celu poprawę własnej płynności i zabezpieczenie się na wypadek przyszłych szoków. W konsekwencji wzrasta prawdopodobieństwo, że w przyszłości sektor ten będzie wymagał kolejnych interwencji LOLR.

21 Precyzując, w literaturze mianem reguły W. Bagehota często określa się zasady, które w niniejszej pracy zostały przedstawione jako podsumowanie klasycznych rozważań na temat funkcji LOLR.

Tym samym staje się on *de facto* subsydiowany, jako że „zezwała się” na jego mniej wydajne funkcjonowanie.

Przedstawiciele omawianego stanowiska opowiadają się za realizacją funkcji LOLR przez operacje otwartego rynku. Jednocześnie postulują znaczne ograniczenie (Kaufman, 1990, s. 24)²² albo całkowite zaniechanie (Schwartz, 1992, s. 59) wykorzystywania okna dyskontowego (ang. *discount window*)²³. Poniżej przedstawione zostaną wysuwane przez nich argumenty na rzecz tego postulatu.

Goodfriend oraz King (1988, s. 13–15) zwracają uwagę, że kredyt udzielany przez bank centralny w ramach okna dyskontowego jest podobny do linii kredytowej, którą oferują banki prywatne swoim klientom. Autorzy ci nie dostrzegają przewagi źródła publicznego nad prywatnym. Zwracają natomiast uwagę, że to pierwsze narażone jest na większą presję polityczną w kwestii udzielania pomocy bankom niewypłacalnym.

Kwestię presji politycznej podnosi także A. Schwartz (1992). Autorka ta odwołuje się do opublikowanego w 1991 roku przez Kongres Stanów Zjednoczonych raportu, który poświęcony był polityce kredytowej Fed w ramach okna dyskontowego. Wskazywał on, że 90% banków, które otrzymały *extended discount credit*²⁴ w okresie od stycznia 1985 roku do początku maja 1991 roku wkrótce upadło. Ponadto Fed rutynowo udzielał kredytów bankom, których ocena nadzorcza według systemu CAMEL wynosiła pięć, czyli była najgorsza z możliwych²⁵. Po-

22 Kaufman (1990, s. 24) dopuszcza realizację funkcji LOLR przez okno dyskontowe jedynie wtedy, kiedy bank centralny dysponowałby lepszą lub bardziej aktualną niż rynek informacją o charakterze kryzysu albo podmiotach zaangażowanych. Niemniej jednak ocenia on takie sytuacje jako mało prawdopodobne.

23 *Discount window* jest to rodzaj kredytu udzielanego przez Banki Regionalne Systemu Rezerwy Federalnej na zasadach bilateralnych. W ramach okna dyskontowego dostępne są trzy rodzaje kredytu: pierwszorzędny (*primary credit*), drugorzędny (*secondary credit*), sezonowy (*seasonal credit*). Pierwszy z nich jest kredytem na bardzo krótki termin (zazwyczaj *overnight*). Mogą się o niego ubiegać instytucje depozytowe o dobrej sytuacji finansowej. Instytucjom depozytowym, które nie kwalifikują się do otrzymania kredytu pierwszorzędnego, może zostać przyznany kredyt drugorzędny. Również ten rodzaj kredytu jest udzielany najczęściej na termin *overnight*. Od instytucji wnioskującej o kredyt drugorzędny może być wymagane podanie dodatkowych informacji na temat jej kondycji finansowej oraz motywu ubiegania się o pomoc. Oprocentowanie kredytu drugorzędnego jest wyższe niż kredytu pierwszorzędnego. Z kolei kredyt sezonowy jest przewidziany dla mniejszych instytucji depozytowych, które cechują się zmiennym zapotrzebowaniem na środki finansowe w ciągu roku. Są to instytucje ulokowane najczęściej na obszarach turystycznych lub rolniczych (www.frbdiscountwindow.org).

24 W ramach okna dyskontowego istniały wówczas trzy rodzaje kredytu: *adjustment*, *extended* oraz *seasonal*. Pierwsze dwa zostały zamienione przez *primary credit* i *secondary credit*.

25 CAMEL (obecnie CAMELS) jest systemem punktowej oceny kondycji banków. Przy ocenie brane są pod uwagę: adekwatność kapitałowa (*Capital adequacy*), jakość aktywów (*Asset quality*), kadra zarządzająca bankiem (*Management*), wyniki finansowe (*Earnings*), płynność

zwoliło im to przedłużyć funkcjonowanie o średnio dziesięć do dwunastu miesięcy (U.S. House of Representatives, 1991, s. 2). Dla A. Schwartz wnioski z raportu stanowią silny dowód na niewłaściwe wykorzystanie okna dyskontowego przez Fed. W szczególności wskazuje ona, że na początku XX wieku można było wątpić, czy instytucja ubiegająca się o kredyt w oknie dyskontowym jest niewypłacalna, czy też doświadcza tymczasowych problemów z płynnością. W dobie ratingów CAMEL tego typu znaki zapytania nie powinny się pojawiać (Schwartz, 1992, s. 59). Co więcej, autorka zwraca uwagę na kolejny problem w ramach okna dyskontowego – to jest naciski polityczne na Fed, by wspierał on niewypłacalne instytucje niebankowe. Opowiadając się stanowczo za upadkiem zarówno banków, jak i instytucji niebankowych, które nie zdały testu zdolności do utrzymania się na rynku, A. Schwartz postuluje całkowitą rezygnację z okna dyskontowego.

Ponadto, jak wskazuje G. Kaufman (1990, s. 23), na rzecz operacji otwartego rynku przemawia fakt, że ta forma realizacji funkcji LOLR eliminuje problem nieprawidłowego wyznaczenia stopy procentowej, po której bank centralny udostępnia środki finansowe. W przypadku okna dyskontowego oprocentowanie ustalane jest administracyjnie, co wiąże się z możliwością popełnienia błędu. Jeżeli okaże się ono za niskie, wówczas będzie stanowiło pewną formę subsydiowania i zachęty do podejmowania nadmiernego ryzyka. Z kolei zbyt wysokie oprocentowanie będzie najprawdopodobniej oznaczać niewystarczającą pomoc banku centralnego (por. też Goodfriend, King, 1988, s. 12).

Uzupełniając prezentację stanowiska Banku Rezerwy Federalnej w Richmond, warto jeszcze zwrócić uwagę na wyrażany przez niektórych autorów stosunek wobec innego elementu sieci bezpieczeństwa finansowego – systemu gwarantowania depozytów. Po Wielkim Kryzysie w 1933 roku w Stanach Zjednoczonych powołano Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Jak wskazuje przywoływana już wielokrotnie A. Schwartz (1987, s. 6), utworzenie tego funduszu gwarancyjnego należy ocenić pozytywnie, ponieważ jego obecność przyczyniła się do ograniczenia runów na banki. Niemniej jednak, w jej ocenie, ustanowienie FDIC nie byłoby konieczne, gdyby Fed wywiązał się z funkcji LOLR. Autorka zauważa, że również innym gospodarkom rozwiniętym udało się uniknąć upadków banków, mimo że nie zdecydowały się one na powołanie funduszy gwarancyjnych²⁶.

(*Liquidity*), wrażliwość na ryzyko rynku (*Sensitivity to market risk*). W pięciostopniowej skali 5 jest oceną najniższą.

26 Systemy gwarantowania depozytów na świecie były tworzone znacznie później. Przez pierwsze trzy dekady od powstania FDIC, tylko 6 krajów zdecydowało się na wprowadzenie podobnego rozwiązania. Sytuacja ta zaczęła się zmieniać pod koniec lat sześćdziesiątych XX wieku. Szczególny wzrost liczby krajów, które powołały systemy gwarantowania depozytów, nastąpił w latach dziewięćdziesiątych XX wieku. Niektóre z nich, jak na przykład Nowa Zelandia w 2008 roku, zdecydowały się na wprowadzenie tego elementu sieci

1.1.4.2. Stanowisko Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku

W tym ujęciu przedstawienie podejścia do funkcji LOLR warto rozpocząć od przywołania prac C. Goodharta. Postulaty w nich zawarte są na tyle reprezentatywne, że jest ono czasem określane w literaturze jako właściwe C. Goodhartowi (por. np. Bordo, 1990, s. 19).

W ocenie C. Goodharta (1999, s. 344) termin „LOLR” powinien być stosowany jedynie w odniesieniu do wsparcia płynnościowego banku centralnego dla pojedynczych instytucji. Tym samym nie powinien on obejmować operacji otwartego rynku, uruchamianych w celu przeciwdziałania postępującej bądź spodziewanej utracie zaufania do systemu finansowego jako całości (tj. w sytuacji kryzysu systemowego). Jak przekonuje autor, nie da się bowiem, poza pewnymi wyjątkami, odróżnić operacji otwartego rynku prowadzonych w celu realizacji polityki pieniężnej od tych uruchamianych w ramach funkcji LOLR. Dla przykładu odnosi się on do agresywnego zwiększania bazy monetarnej przez Bank Japonii w latach dziewięćdziesiątych XX wieku. Zastanawia się nad tym, jaka część tego wzrostu miała związek z realizacją przez Bank Japonii funkcji LOLR.

Wyjaśniwszy zakres pojęciowy LOLR, C. Goodhart (1999, s. 343–348) podnosi kwestię odróżnienia czasowego braku płynności od niewypłacalności. W pierwszej kolejności przywołuje zasadę W. Bagehota, zgodnie z którą bank centralny powinien pożyczać środki bez ograniczeń w zamian za dobre zabezpieczenie. W jego ocenie powszechna interpretacja tego postulatu, która zakłada realizację funkcji LOLR jedynie wobec banków wypłacalnych, jest błędna. Odwołując się do czasów współczesnych W. Bagehotowi, kiedy to Bank Anglii udzielał pożyczek w formie redyskonta weksli (ang. *discount of bills of exchange*), C. Goodhart zauważa, że weksle były uznawane za „dobre”, jeżeli ich pierwotny wystawca był postrzegany jako gwarantujący spłatę w przyrzeczonej terminie. W tej sytuacji Bank Anglii nie był zainteresowany kondycją banku przedstawiającego weksel do redyskonta, lecz wiarygodnością wystawcy weksla.

Goodhart (1999, s. 344–345) przekonuje następnie, że bank centralny, który jako LOLR musi szybko podjąć decyzję o udzieleniu wsparcia płynnościowego, nie jest na ogół w stanie ocenić, czy bank zgłaszający się po pomoc doświadcza problemów z płynnością czy wypłacalnością. Wynika to w szczególności z faktu, że w sytuacji kryzysu, kiedy ceny aktywów ulegają silnym zmianom (najczęściej spadają), nawet banki komercyjne, które w normalnych warunkach byłyby wypłacalne, mogą, choćby tymczasowo, doświadczyć spadków mierników wypłacalności poniżej norm nadzorczych. Co więcej, jak kontynuuje autor, bank centralny musi, a przynajmniej powinien, podejrzewać zgłaszający się bank o niewypłacalność. Jak

bezpieczeństwa finansowego dopiero w dobie globalnego kryzysu finansowego (Mishkin, Matthews, Giuliodori, 2013, s. 235).

pokazuje bowiem doświadczenie, banki komercyjne zwracają się na ogół o pomoc banku centralnego dopiero wtedy, gdy nie udało im się zaspokoić popytu na płynność na międzybankowym rynku pieniężnym. Jest to podyktowane ich obawą przed utratą reputacji (ang. *stigma effect*)²⁷, a także (zazwyczaj) dodatnią różnicą między stopą procentową banku centralnego dla bilateralnych pożyczek a rynkową stopą procentową. Tak więc, niejako z definicji, pojedynczy bank komercyjny będzie zwracał się o wsparcie LOLR wtedy, gdy nie dysponuje on odpowiedniej jakości zabezpieczeniem albo inni pożyczkodawcy (inne banki) nie są skłonni udzielić mu niezabezpieczonego kredytu po akceptowanej przez niego stopie procentowej. Taka sytuacja musi stawiać wypłacalność tego banku pod znakiem zapytania.

Goodhart odnosi się także do problemu pokusy nadużycia (1999, s. 352–356). Przyznając, że hazard moralny nieodzownie towarzyszy funkcji LOLR, polemizuje on z przedstawicielami stanowiska Banku Rezerwy Federalnej w Richmond, dla których występowanie tego problemu stanowi jeden z podstawowych argumentów na rzecz rezygnacji z realizacji omawianej funkcji przez operacje bilateralne. W szczególności autor jest zdania, że bank centralny musi zastanowić się nad wielkością potencjalnych kosztów, które mogą wystąpić, jeżeli nie zdecyduje się na udzielenie wsparcia płynnościowego w ramach funkcji LOLR i dojdzie do paniki systemowej.

Ponadto w ocenie C. Goodharta istnieje uzasadnienie dla realizacji funkcji LOLR również wobec niewypłacalnych banków (za: Bordo, 1989, s. 9–10)²⁸. Zwraca on uwagę, że „ucieczka” klientów od banku niewypłacalnego do banków o solidnej kondycji finansowej (ang. *flight to quality*) może być szkodliwa także dla kredytobiorców. W jej wyniku może bowiem dojść do zerwania długo budowanych relacji między bankiem a kredytobiorcami. W tym kontekście inni badacze studiujący relację bank–klient (ang. *relationship banking*) wskazują, że dla kredytobiorców szczególnie niewygodne i czasochłonne może być przechodzenie na nowo ocen wiarygodności w innym banku (por. Freixas i in., 2000, s. 68). Niemniej jednak ten

27 Efekt stygmatyzacji polega na świadomym unikaniu przez banki komercyjne korzystania z pomocy płynnościowej banku centralnego, mimo jej zasadności. Wynika to z ich obawy o utratę reputacji i zaufania kontrahentów. Jakkolwiek obawy te mogą być słuszne, tak opóźnianie decyzji o zwróceniu się o wsparcie płynnościowe może spowodować zwiększenie skali niezbędnej pomocy, a nawet doprowadzić do kryzysu niewypłacalności (Smaga, 2014, s. 195–196).

28 Argumentem na rzecz poszerzenia grona potencjalnych beneficjentów pomocy LOLR o banki niewypłacalne/na granicy upadłości wychodzi naprzeciw definicja LOLR X. Freixasa i B. Parígiego (2014, s. 476). Biorąc pod uwagę doświadczenia ostatniego kryzysu, autorzy określają LOLR jako agencję rządową zdolną do udzielenia kredytu instytucji finansowej, która doświadcza problemów z pozyskaniem środków w ramach regularnego obrotu. Definicja ta celowo pomija odniesienie się do tego, czy dana instytucja jest niepłynna, czy też niewypłacalna.

argument można łatwo podważyć, zauważając, tak jak to czyni A. Schwartz (1987, s. 12–13), że wielu kredytobiorców ma zbudowane relacje nie z jednym bankiem, ale kilkoma równocześnie. Co więcej, nie dostrzega ona żadnych powodów, dla których ta część sektora bankowego, do której nastąpił transfer depozytów, miałyby stwarzać jakiegokolwiek problemy dla nowych kredytobiorców cechujących się wysoką wiarygodnością.

Poglądy C. Goodharta w kwestii zapobiegania upadkom indywidualnych banków podziela również R. Solow (2002, s. 249–297). Zauważa on, że run na pojedynczy bank może podważyć zaufanie do całego systemu finansowego. Prawdopodobne jest również to, że negatywne konsekwencje kryzysu bankowego staną się udziałem gospodarki realnej. Autor w prosty sposób wyjaśnia, że niezdolność podmiotu A do wywiązania się ze swoich zobowiązań wobec podmiotu B może implikować niezdolność tego podmiotu do wywiązania się ze swoich zobowiązań wobec podmiotu C. W wyniku tej łańcuchowej reakcji może dojść do spadku aktywności gospodarczej. W ocenie R. Solowa zadaniem LOLR jest jej zatrzymanie na jak najwcześniejszym etapie.

Solow zauważa, że sprawnie funkcjonujący system pieniężno-finansowy można postrzegać w kategoriach dobra publicznego. Tak więc, podobnie jak w przypadku innych dóbr publicznych, takich jak na przykład obrona narodowa, wyłączenie kogokolwiek z czerpania korzyści, jakie wiążą się z konsumpcją dobra, jest niemożliwe. Równocześnie, jak wszędzie tam, gdzie występują dobra publiczne, pojawia się problem „pasażera na gapę”. W odniesieniu do analizowanego dobra publicznego pasażerem na gapę będzie każdy podmiot, którego działalność zagraża stabilności systemu pieniężno-finansowego. W tym kontekście o tę stabilność może zadbać właściwie jedynie instytucja państwowa. Kwestią, nad którą należy się zastanawiać, jest zakres dostępności LOLR. W ocenie autora nie można go jednak określić raz na zawsze i odnosić do wszystkich przypadków.

Kończąc ten podrozdział, warto zauważyć, że w praktyce bankowości centralnej „wypracowano” pewne podejście do problemu pokusy nadużycia, stanowiącego element sporu między przedstawicielami stanowiska Banku Rezerwy Federalnej w Richmond a reprezentantami stanowiska Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku. Chodzi o tak zwaną koncepcję konstruktywnej niejednoznaczności, która w istocie sprowadza się do tego, że banki centralne niechętnie informują opinię publiczną o szczegółach realizowanej przez siebie funkcji LOLR.

Za autora pojęcia „konstruktywna niejednoznaczność” uważa się byłego prezesa Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku – E.G. Corrigan. W kontekście nadzoru nad amerykańskim rynkiem finansowym wskazywał on, że funkcjonowanie zarówno sieci bezpieczeństwa finansowego, jak i dyscypliny rynkowej jest bardziej efektywne, jeżeli władze publiczne stosują zasadę ograniczonej jawności działań

w odniesieniu do doświadczających trudności instytucji finansowych (w tym przede wszystkim dużych). I choć, jak zauważa E.G. Corrigan, uczestnicy rynku finansowego czują się mało komfortowo w sytuacji niepewności, to w proponowanym przez niego podejściu właśnie o jej wygenerowanie chodzi²⁹. Zarówno każdy kryzys, jak i problemy poszczególnych banków wymagają indywidualnego podejścia banku centralnego. Niemniej jednak w żadnym wypadku menedżerowie i właściciele instytucji finansowych nie powinni brać za pewnik, że bank centralny podejmie działania zapobiegające ich stratom bądź upadkowi (Corrigan, 1990, s. 14).

Równocześnie koncepcja konstruktywnej niejednoznaczności stoi w sprzeczności z zasadą W. Bagehota, zgodnie z którą bank centralny jako LOLR powinien z wyprzedzeniem informować o swojej gotowości do udzielenia pomocy. W tym kontekście niektórzy autorzy określają takie podejście banku centralnego jako „destrukcyjne” (Campbell, Lastra, 2010, s. 166). W ich ocenie w sytuacji kryzysu procedury działania powinny być *ex ante* określone i znane instytucjom doświadczającym trudności, innym podmiotom systemu finansowego, a także pozostałym podmiotom gospodarczym. Mianem konstruktywnej może być określona jedynie dyskrecjonalność banku centralnego przy podejmowaniu decyzji, czy udzieli on wsparcia płynnościowego, czy też nie. Wyłącznie taki rodzaj uznaniowości, połączony z zasadą, że na pomoc banku centralnego mogą liczyć jedynie instytucje, które przedstawią odpowiednie (dobre) zabezpieczenie, pozwala ograniczyć problem pokusy nadużycia. Krytycznie wobec koncepcji konstruktywnej niejednoznaczności odnoszą się również J. Taylor (2009, za: Cecchetti, Disyatat, 2010, s. 35). W ich ocenie niepewność instytucji finansowych dotycząca zakresu możliwości do uzyskania pomocy od szeroko rozumianego sektora publicznego przyczyniła się do intensyfikacji ostatniego kryzysu.

Odnosząc się do stosowania koncepcji konstruktywnej niejednoznaczności w praktyce, badanie O. Szczepańskiej (2008, s. 102–103) pokazuje, że w grupie trzydziestu pięciu banków centralnych dwadzieścia jeden otwarcie deklaruje, że realizuje funkcję LOLR, z czego dwanaście publikuje informacje dotyczące zasad udzielania wsparcia. Zakres tych informacji jest zróżnicowany. Część banków centralnych podaje jedynie skąpe wzmianki na swoich stronach internetowych, że realizuje omawianą funkcję. Inne z kolei publikują rozbudowane dokumenty lub artykuły dotyczące funkcji LOLR, jej genezy, kosztów i korzyści związanych z jej realizacją (por. też punkt 2.3.3).

29 „[...] I recognize that financial market participants do not like uncertainty, but that is just the point!” (Corrigan, 1990, s. 14).

1.1.4.3. Poglądy zwolenników wolnej bankowości³⁰

Zwolennicy wolnej bankowości nie widzą uzasadnienia dla wypełniania przez jakąkolwiek instytucję władzy publicznej funkcji LOLR. Stoją na stanowisku, że paniki w systemie finansowym są pochodną ograniczeń prawnych nakładanych na system bankowy (w tym przede wszystkim w związku z państwowym monopolem emisji pieniądza). W myśl koncepcji leseferystycznych mechanizmy wolnej bankowości pozwalają skutecznie ograniczyć rozprzestrzenianie się zjawisk kryzysowych. Fakt, że w zdecydowanej większości krajów funkcjonują banki centralne, jest interpretowany nie jako wynik sił rynkowych, lecz politycznych (Smith, 1990, s. 4–5).

Jak podkreślają przedstawiciele omawianego stanowiska, sam W. Bagehot dostrzegał wyższość wolnej bankowości nad systemem z bankiem centralnym. W ich wykładni autor *Lombard Street* uważał bank centralny za instytucję destabilizującą system finansowy, a zatem niepożądaną (Selgin, 2010, s. 492–493). Jego zalecenia w kwestii realizacji funkcji LOLR przez Bank Anglii stanowią jedynie rozwiązanie dla systemu fundamentalnie „niezdrowego”, dla którego „zdrową” alternatywą jest właśnie wolna bankowość. Innymi słowy, W. Bagehot miał wskazywać, że Bank Anglii powinien realizować funkcję LOLR w celu łagodzenia dotkliwości kryzysów, które są nieuchronną konsekwencją ustanowienia monopolistycznych uprawnień emisyjnych³¹.

30 W literaturze istnieją różne definicje wolnej (zderegulowanej) bankowości. Najogólniej określa się ją jako „formę organizacji systemu bankowego, w której banki nie podlegają zasadniczo regulacjom ostrożnościowym, a także mogą emitować własne banknoty” (Marszałek, 2014, s. 179). W szczególności wymienia się następujące cechy wolnej bankowości: brak kontroli rządu nad podażą pieniądza pełniącą funkcję środka wymiany, brak banku centralnego, brak państwowego systemu gwarantowania depozytów, brak rezerw obowiązkowych oraz wymogów kapitałowych wobec banków, nieobecność barier wejścia i wyjścia na rynek usług bankowych, brak ograniczeń w zakresie emisji banknotów przez banki, brak kontroli stóp procentowych, brak ograniczeń prawnych dotyczących konstrukcji umów zawieranych przez banki z klientami (Marszałek, 2014, s. 179–180). Jak zauważa P. Marszałek, cechy te można było zidentyfikować w „klasycznych” systemach wolnej bankowości. Niemniej jednak, odwołując się do historycznych doświadczeń, stwierdza, że w praktyce nie zdarzało się, by wszystkie one występowały łącznie. W literaturze najczęściej rozważa się systemy wolnej bankowości: Szwecji (1831–1904), Szwajcarii (1826–1907), Kanady (1867–1935), Stanów Zjednoczonych (1837–1913), Australii (1850–1930), Szkocji (1716–1844).

31 Selgin (2010, s. 492) powołuje się na następujący fragment *Lombard Street*: “I know it will be said that in this work I have pointed out a deep malady, and only suggested a superficial remedy. I have tediously insisted that the natural system of banking is that of many banks keeping their own cash [i.e., specie] reserve, with the penalty of failure before them if they neglect it. I have shown that our system is that of a single bank keeping the whole reserve under no effectual penalty of failure. And yet I propose to retain that system, and only attempt to mend and palliate it. I can only reply that I propose to retain this system because

Zwolennicy wolnej bankowości akcentują szczególne znaczenie izb rozliczeniowych w systemie bez banku centralnego. Zdając sobie sprawę, że problemy jednego banku członkowskiego mogą podważyć zaufanie do pozostałych banków w nich zrzeszonych, instytucje te angażowały się w pomoc dla banków doświadczających problemów z płynnością. Kiedy dochodziło do runów na banki, izby rozliczeniowe ułatwiały transfery płynności między bankami członkowskimi. Co więcej, niekiedy, tak jak to miało miejsce w Stanach Zjednoczonych w czasie paniki z 1893 i 1907 roku, decydowały się one na emisję własnego pieniądza. Stanowiąc wspólne zobowiązanie wszystkich banków członkowskich, pieniądz ten cieszył się sporym zaufaniem deponentów (Gorton, 1984, s. 7–8). Równocześnie działalność izb rozliczeniowych ukierunkowana na zapewnienie stabilności sektora bankowego nie ograniczała się jedynie do wdrażania rozwiązań antykryzysowych. Realizowały one funkcje nadzoru i regulacji wobec swoich członków. Przykładowo, byli oni poddawani regularnym audytom, których wyniki upubliczniano. Audyty były obligatoryjnie wykonywane, warunkowały członkostwo w izbie rozliczeniowej. Dodatkowe kontrole przeprowadzane były w bankach, co do których pojawiały się nawet najmniejsze wątpliwości dotyczące ich kondycji finansowej. Izby rozliczeniowe decydowały o przyjmowaniu nowych członków, a także wykluczaniu tych, którzy nie podporządkowywali się przyjętym regułom (Gorton, 1984, s. 9–10). W systemach wolnej bankowości realizowały one zatem funkcje, które obecnie przypisywane są bankom centralnym (a niekiedy innym instytucjom sieci bezpieczeństwa finansowego), przy czym były one organizacjami prywatnymi, działającymi w interesie zrzeszonych w nich banków³².

Innym mechanizmem stabilizacyjnym wypracowanym w systemach wolnej bankowości były czasowe zawieszenia wypłat depozytów. Banki często wprowadzały specjalne klauzule odraczające do umów depozytowych (ang. *option clauses*), które umożliwiały im okresowe niehonorowanie żądań klientów, jeżeli miałyby to dla nich oznaczać problemy z płynnością. Klauzule te określały maksymalny czas przesunięcia wykupu banknotów przez banki (w zamian za kruszce), a także warunki rekompensaty dla klientów (Dowd, 1988, s. 649–651). Jak wskazuje K. Schuler (1992, s. 79–92), opcja ta dawała bankom czas na upłynnienie swoich

I am quite sure that it is of no manner of use proposing to alter it. [...] You might as well, or better, try to alter the English monarchy and substitute a republic" (Bagehot, 1873, s. 214).

32 Polemikę dotyczącą stabilizującej roli izb rozliczeniowych przedstawiają X. Freixas i B. Parigi (2014, s. 482–483). W szczególności zwracają oni uwagę, że omawiane instytucje kierowały się swoim wąskim interesem, nie uwzględniając przy tym ewentualnych konsekwencji dla systemu jako całości, które mogłoby nieść za sobą bankructwo banku spoza ich sieci. Dlatego też, zdaniem autorów, właściwy jest model z bankiem centralnym jako LOLR, którego mandat do zapewnienia stabilności finansowej rozciąga się na wszystkie banki systemu.

aktywów, bez konieczności uciekania się do ich sprzedaży w trybie natychmiastowym (mniejsze ryzyko wystąpienia tzw. *fire-sales losses*).

Wprawdzie rządy nie zawsze były przychylne wprowadzaniu przez banki omawianych klauzul, to jednak stosowano je w Szkocji w latach 1730–1765, Szwecji w latach 1864–1903, a także w Kanadzie przez większość XIX wieku. Kanadyjski system bankowy z pierwszej połowy XIX stulecia dostarcza zwolennikom wolnej bankowości argumentów na rzecz skuteczności wykorzystywania klauzul. W 1837 roku panika finansowa, która rozpoczęła się w Wielkiej Brytanii, zaczęła przenosić się do systemu bankowego Kanady. Tamtejsze banki zawiesiły dokonywanie wypłat posiadaczom banknotów i deponentom. I choć działalność ta była formalnie nielegalna, to ostatecznie zyskała akceptację władz publicznych. Oceniły one wówczas, że zastosowanie klauzul zapobiegnie panice systemowej (Salter, 2016, s. 9–10).

Niemniej jednak, jak zauważają D. Diamond i P. Dybvig (1983, s. 413), choć okresowe zawieszenia wymienialności pełniły funkcję stabilizacyjną, to nie były korzystnie oceniane przez podmioty, wobec których zastosowano to rozwiązanie. W szczególności klauzule ograniczały klientów banków w zakresie planowanej konsumpcji.

W opinii zwolenników wolnej bankowości każda forma ingerencji państwa w system finansowy, w tym zwłaszcza przez ustanowienie banku centralnego jako LOLR oraz systemu gwarantowania depozytów, jest niepotrzebna i ostatecznie szkodliwa dla gospodarki. W podzielonym przez siebie systemie bankowym na „dobre” i „złe” banki, K. Dowd (2001, s. 20–21) wskazuje, że bank centralny, pełniąc funkcję LOLR, służy wyłącznie tym „złym”. Wynika to z faktu, że po pierwsze chroni je przed negatywnymi konsekwencjami ich własnych błędów, a po drugie nie jest potrzebny „dobrym” bankom, ponieważ nie mają one problemów z pozyskiwaniem płynności. Bank centralny jako LOLR w pewien sposób sprzyja zatem angażowaniu się banków w zbyt ryzykowne przedsięwzięcia. Ponadto wspierając „złe” banki, uniemożliwia on realizację strategii „dobrych” banków, zakładającej przejęcie udziału w rynku tych pierwszych. W takim systemie stosowanie dobrych praktyk bankowych, w tym prowadzenie konserwatywnej polityki kredytowej, nie jest nagradzane. Wobec tego, jak kontynuuje K. Dowd, „dobre” banki mogą zacząć podejmować większe ryzyko. W efekcie bank centralny tworzy warunki do destabilizacji systemu. Jest zatem źródłem, a nie rozwiązaniem problemu niestabilności systemu³³. Autor ocenia, że podobne skutki łączą się z wprowadzeniem systemu gwarantowania depozytów.

33 „A major cause of banking instability – the LLR – could easily be mistaken for its cure – and unfortunately, often is” (Dowd, 2001, s. 21).

Dowd (2001, s. 19) przytacza jeszcze jeden argument przeciwko realizacji funkcji LOLR przez bank centralny – zmniejszone bodźce zainteresowanych podmiotów do monitorowania sytuacji finansowej poszczególnych banków. Jak zauważa, w systemie wolnej bankowości deponenti zdają sobie sprawę, że mogą stracić wkłady w razie upadku ich banku. Dlatego też będą poszukiwać instytucji o dobrej kondycji finansowej. Równocześnie menedżerowie banków, wiedząc, że długookresowe funkcjonowanie zarządzanych przez nich przedsiębiorstw zależeć będzie od umiejętności zbudowania i utrzymania zaufania deponentów, będą prowadzić konserwatywną politykę kredytową i poddawać się kontroli zewnętrznej. Ponadto, w tym samym celu, banki będą dążyć do utrzymania wyższych kapitałów własnych. Konkurencja między bankami zapewni ich dostosowanie się do takich wymogów kapitałowych, jakie – z perspektywy własnego bezpieczeństwa – deponenti uznają za stosowne.

Zwolennicy wolnej bankowości nie poprzestają na teoretycznych rozważaniach nad wyższością proponowanego przez siebie rozwiązania nad systemem z bankiem centralnym. Przywołują doświadczenia z historii jako dowód na mniejszą podatność na kryzysy systemów bez banku centralnego. Przykładowo, G. Selgin (1988, s. 161) wskazuje, że w okresie konkurencyjnej emisji pieniądza w Szwecji nie doszło do upadku żadnego banku. Autor ten odwołuje się także do doświadczeń Kanady i Szkocji. W przypadku pierwszego z wymienionych krajów w dekadach poprzedzających 1935 rok (data utworzenia Banku Kanady; por. tabela 1) odnotowano mniej runów na banki i ich upadków niż w Stanach Zjednoczonych. Z kolei w okresie wolnej bankowości w Szkocji upadki pojedynczych banków udawało się izolować. G. Selgin (2010, s. 493–494) odnosi się także do historii kryzysów finansowych w Stanach Zjednoczonych. W pierwszej kolejności zauważa, że kraj ten doświadczył serii kryzysów przed utworzeniem Fed w 1913 roku, co – przy powierzchownej analizie – stoi w sprzeczności z jego tezą o destabilizującym charakterze systemów z bankiem centralnym. Niemniej jednak kryzysy, które wybuchały, gdy instytucja ta już funkcjonowała, w tym te z lat 1929–1933 oraz 2007–2009, ocenia jako bardziej dotkliwe. Równocześnie, jak twierdzi, kryzysy sprzed powstania Fed były zaost్రzane, o ile nie bezpośrednio powodowane, ingerencją państwa w swobodny rozwój instytucji finansowych (autor wskazuje w tym miejscu regulacje z okresu wojny secesyjnej).

Ponadto przedstawiciele omawianego stanowiska odnoszą się do argumentu na rzecz realizacji funkcji LOLR przez bank centralny, zgodnie z którym upadek jednego banku może podważyć zaufanie do całego systemu bankowego (por. punkt 1.1.1.), uznając, że – jako niepoparty dowodami empirycznymi – jest on nieprzekonujący. W szczególności powołują się na część badań podejmujących problem efektu zarażania w amerykańskim systemie bankowym. Ich wyniki wskazują

na brak wpływu „zaraźliwego” charakteru runów na pojedyncze banki w okresie wolnej bankowości, to jest w latach 1837–1860 (Rolnic, Weber, 1986, za: Selgin, 1989, s. 438). W ograniczonym stopniu zjawisko to występowało w okresie tak zwanej bankowości narodowej³⁴ (Kaufman, 1988, s. 16, za: Selgin, 1989, s. 438). Dodatkowo zwolennicy wolnej bankowości przekonują, że nawet podczas Wielkiego Kryzysu, w prawie całym okresie od jego wybuchu do 1932 roku, efekty zarażania były ograniczone regionalnie. Co więcej, przed 1932 rokiem runy w przeważającej większości miały miejsce na banki, które doświadczały problemów z wypłacalnością lub miały powiązania z niewypłacalnymi firmami. Podobne wyniki, to jest wskazujące na brak lub ograniczony charakter efektów zarażania, otrzymywali autorzy prowadzący badania poświęcone upadkom banków w Stanach Zjednoczonych w drugiej połowie XX wieku. W tym kontekście wyciągnęli oni wniosek, że upadki źle zarządzanych banków (ang. *dishonestly run*) niekoniecznie prowadzą do paniki i utraty zaufania publicznego do systemu bankowego jako całości (Aharony, Swary, 1983, s. 321, za: Selgin, 1989, s. 438). Z kolei dla G. Selgina (1989, s. 439) zaprezentowane wyniki stanowią potwierdzenie tego, że opinia publiczna ma zdecydowanie większą wiedzę na temat kondycji systemu finansowego, niż publiczne władze nadzorcze jej przypisują.

1.2. Międzynarodowy pożyczkodawca ostatniej instancji

Jak już zostało pokazane w podrozdziale 1.1, tylko nieliczni autorzy prowadzący rozważania na temat funkcji LOLR kwestionują zasadność jej realizacji przez krajowe banki centralne. Zupełnie inaczej prezentuje się rozkład stanowisk w kwestii międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji (ang. *international lender of last resort* – ILOLR). W literaturze nie ma fundamentalnej zgody co do występowania ILOLR. Część ekonomistów (por. np. Capie, 2002, s. 447–448) stoi na stanowisku, że nie można mówić o funkcji LOLR pełnionej na szczeblu ponadnarodowym ze względu na brak waluty globalnej. Przyjmując jednak – mimo tego stanu rzeczy – że funkcja ILOLR może występować, powstają inne wątpliwości. W szczególności można się zastanawiać, czy każde zasilenie w płynność dewizową państwa zgłaszającego na nią zapotrzebowanie jest przejawem realizacji funkcji ILOLR. A może, tak jak to się najczęściej pojawia w literaturze, termin „ILOLR”

34 Okres tak zwanej bankowości narodowej (*national banking era*) w Stanach Zjednoczonych obejmował lata 1863–1913. Formalnie ustanowiono wówczas wiele regulacji, w tym w zakresie emisji banknotów. Praktycznie jednak wciąż działała wolna bankowość (Marszałek, 2014, s. 184).

powinien być wyłącznie stosowany w kontekście takiego wsparcia udzielanego przez zagraniczny bank centralny albo międzynarodową instytucję finansową.

Jak wskazują badacze dzieł R.G. Hawtreya – J. de Boyer des Roches oraz R. Solis Rosales (2011, s. 198) – to właśnie ten brytyjski ekonomista jest twórcą pojęcia ILOLR. W jego opinii w sytuacji braku instytucji emitującej globalną walutę funkcję ILOLR może jedynie pełnić zagraniczny bank centralny albo grupa współpracujących ze sobą banków centralnych (Hawtreys, 1932, s. 228). W przypadku instytucjonalizacji ILOLR mógłby on pożyczać środki denominowane w różnych walutach w celu ich dalszego udostępniania. Autor dostrzegał perspektywy dla realizacji tego zadania przez nowo powstały wówczas BIS (de Boyer des Roches, Solis Rosales, 2011, s. 194).

W literaturze przedkryzysowej rozważa się realizację funkcji LOLR na poziomie ponadnarodowym głównie wobec rządów, nie zaś systemu bankowego. Podstawowy argument na rzecz ILOLR formułuje się w odniesieniu do doświadczeń historycznych, kiedy to dochodziło do transmisji impulsów deflacyjnych między krajami, co było związane – w zależności od obowiązującego reżimu kursowego – ze zjawiskiem deprecjacji albo dewaluacji walut (Kindleberger, Aliber, 2011, s. 229–230). Zadaniem ILOLR jest ograniczenie efektu zarażania (por. m.in.: Fischer, 1999, s. 85, 94; Mishkin, Matthews, Giuliadori, 2013, s. 423; Weiss, 2014, s. 18–19).

Ponadto wskazuje się, że ILOLR jest potrzebny przede wszystkim gospodarkom wschodzącym. Jak argumentuje F. Mishkin (2007), ich banki centralne, inaczej niż instytucje tego typu działające w krajach rozwiniętych, często nie mogą skutecznie realizować funkcji LOLR. W swojej historii odnotowywały one epizody wysokiej inflacji i deficytów budżetowych. Te uwarunkowania doprowadziły do spadku zaufania do własnej waluty, co znajduje odzwierciedlenie w tym, że – po pierwsze – duża część długu gospodarek wschodzących denominowana jest w walucie zagranicznej, a po drugie – wiarygodność ich banków centralnych, jako instytucji potrafiących kontrolować dynamikę cen, jest niska. Z uwagi na powyższe, „zastrzyk” płynności w walucie krajowej może tylko pogorszyć sytuację, powodując wzrost obaw inflacyjnych i deprecjację waluty krajowej. W jej wyniku dochodzi do wzrostu wartości zobowiązań wyrażonej w walucie krajowej, pogorszenia bilansów podmiotów gospodarczych, a w konsekwencji spadku aktywności gospodarczej. Dlatego też, jak przekonuje dalej F. Mishkin, w warunkach kryzysu finansowego w gospodarkach wschodzących płynność powinna być dostarczana w walucie obcej. Jeżeli krajowy bank centralny nie dysponuje odpowiednim poziomem rezerw walutowych, stwarza to pole do działania dla ILOLR.

1.2.1. Dyskusja wokół roli Międzynarodowego Funduszu Walutowego

Kwestia realizacji funkcji ILOLR przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) stała się przedmiotem szczególnego zainteresowania ekonomistów w latach dziewięćdziesiątych XX wieku w związku z kryzysami walutowymi, które wybuchwały w gospodarkach wschodzących, w tym w Meksyku (1994–1995) i Azji Południowo-Wschodniej (1997–1998). MFW udzielał wówczas pożyczek krajom nimi dotkniętym. W ten sposób, zdaniem niektórych ekonomistów, wszedł on w rolę ILOLR (Mishkin, Matthews, Giuliodori, 2013, s. 423). Z kolei w ocenie innych autorów fakt, że MFW nie emituje własnej waluty o światowym znaczeniu, uniemożliwia mu pełnienie omawianej funkcji (Schwartz, 2007b, s. 464), tudzież pozwala mu być co najwyżej „quasi” ILOLR (Eichengreen, 2002, s. 57).

Fischer (1999, s. 88–90) przekonuje, że choć MFW nie jest globalnym bankiem centralnym, to może, a nawet powinien, realizować funkcję LOLR na poziomie ponadnarodowym. Odnosząc się w pierwszej kolejności do wymiaru krajowego, autor wskazuje, że wprawdzie zdolność do kreacji pieniądza przez bank centralny jest przydatna, w tym szczególnie wtedy, kiedy panika przybiera formę „ucieczki” od depozytów w gotówkę, to jednak nie jest ona warunkiem koniecznym do skutecznej realizacji funkcji LOLR. Na poparcie swojego stanowiska S. Fischer odwołuje się do rozwiązań wypracowanych w krajach stosujących izbę walutową jako obowiązujący reżim kursowy. Autor zauważa, że – mając na uwadze potencjalne problemy systemu bankowego – można utworzyć specjalną agencję i wyposażyć ją w odpowiednie fundusze. I choć – przyjmując kryterium wiarygodności – trudno nie dostrzec przewagi możliwości nieograniczonej kreacji środków, na kreację których ma się monopol, nad zgromadzeniem „odpowiednich funduszy”, to jednak argumentacja S. Fischera zyskuje aprobatę niektórych ekonomistów (Mishkin, 2000, s. 19; por. też Obstfeld, 2009, s. 18). Jemu zaś pozwala przenieść rozważania na poziom ponadnarodowy.

Przechodząc do kwestii MFW w roli ILOLR, S. Fischer (1999, s. 94–97) koncentruje się na zasobach finansowych tej instytucji. W pierwszej kolejności zauważa, że choć w ramach ogólnych przeglądów udziałów członkowskich kilkakrotnie podejmowano decyzję o ich zwiększeniu³⁵, to jednak wielkość funduszu w relacji do światowego PKB od 1945 roku istotnie się zmniejszyła. Niemniej jednak, jak przekonuje autor, w razie potrzeby MFW ma możliwość zorganizowania pokaznej sumy środków. Po pierwsze, fundusz może uzupełnić udziały członkowskie, zaciągając pożyczki. Po drugie, tak jak to miało miejsce choćby w czasie kryzysu w Azji Południowo-Wschodniej, pakiety pomocowe MFW mogą zostać poszerzone

35 Dotychczas dziewięć na czternaście przeglądów ogólnych zakończyło się podwyższeniem wielkości funduszu. W ramach ostatniego przeglądu ogólnego, który miał miejsce w 2010 roku, podjęto decyzję o podwojeniu udziałów funduszu (<http://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/07/14/12/21/IMF-Quotas>).

o finansowanie z zewnątrz (środki państw członkowskich czy też innych instytucji ponadnarodowych). Równocześnie MFW ma możliwość kreacji specjalnych praw ciągnięcia (ang. *Special Drawing Rights* – SDR³⁶).

Polemikę z argumentami S. Fischera można odnaleźć w pracach A. Schwartz (2007a; 2007b). Autorka wskazuje, że funduszowi brakuje podstawowych atrybutów LOLR, to jest zdolności do nieograniczonej kreacji środków, szybkości w działaniu oraz niezależności w podejmowaniu decyzji. Odnosząc się do możliwości uzupełnienia środków pochodzących z wkładów członkowskich przez MFW, zaznacza ona, że fundusz potrzebuje autoryzacji krajów członkowskich. W tym sensie nie jest on autonomiczny. Ponadto w kontekście pomocy dla krajów dotkniętych kryzysami walutowymi w latach dziewięćdziesiątych XX wieku A. Schwartz zwraca uwagę na czas negocjacji warunków pożyczek udzielanych przez MFW, liczony w tygodniach, a nawet miesiącach. Tymczasem, jak podkreśla, skuteczność realizacji funkcji LOLR warunkowana jest szybkim dostarczeniem płynności.

Podstawowy argument na rzecz obecności ILOLR – to jest występowanie efektu zarażania – kwestionuje także A. Schwartz (2007a, s. 475–476; 2007b, s. 466). W jej ocenie tak zwany *tequila effect*, czyli rozprzestrzenianie się zaburzeń na gospodarkę wolne od problemów kraju będącego źródłem kryzysu, jest mitem. Podobnie jak budowane na tej podstawie przekonanie, że niezbędne jest zorganizowanie wsparcia finansowego dla tego kraju. W kontekście kryzysu w Meksyku wskazuje się, że dowodem na występowanie *tequila effect* były spadki wartości walut i cen akcji w innych gospodarkach wschodzących. Tymczasem, jak przekonuje A. Schwartz, nie zauważa się albo specjalnie pomija się fakt, że gospodarki będące rzekomo „ofiarami” zarażania bardzo często borykają się z tymi samymi problemami, co kraj, który jako pierwszy doświadcza kryzysu. Na poparcie swoich poglądów przedstawia ona krach na giełdzie w Nowym Jorku w 1987 i Tokio w 1990 roku jako przykłady zjawisk izolowanych, nieuruchamiających efektów zarażania.

Ponadto A. Schwartz (2007a, s. 476) zwraca uwagę, że ciężar dostosowań w krajach, które prowadzą niewłaściwą politykę gospodarczą, spada na ich społeczeństwa. W szczególności doświadczają one obniżenia tempa wzrostu PKB, w tym często do poziomu poniżej zera, wzrostu bezrobocia, czemu towarzyszy polityka oszczędnościowa (ang. *Government austerity*). Tymczasem pożyczki MFW dla gospodarek dotkniętych kryzysami walutowymi w latach dziewięćdziesiątych XX wieku służyły

36 SDR to międzynarodowa jednostka rozrachunkowa mająca charakter pieniądza bezgotówkowego. SDR tworzone są przez MFW i rozdzielane (alokowane) między kraje członkowskie funduszu proporcjonalnie do wniesionych przez nie kwot. SDR są składnikiem rezerw walutowych, co oznacza, że dysponują nimi tak zwani oficjalni posiadacze (przede wszystkim banki centralne). Poza państwami – członkami funduszu – posiadaczami SDR mogą być pewne międzynarodowe organizacje.

ochronie zagranicznych banków i instytucji finansowych, które dokonywały ryzykownych inwestycji w tamtejsze aktywa. Do podobnych wniosków doszli członkowie powołanego przez Kongres Stanów Zjednoczonych zespołu ekspertów ds. międzynarodowych instytucji finansowych pod kierownictwem A. Meltzera. W swoim raporcie – bardzo krytycznym wobec polityki MFW – wskazują, że udzielając pożyczek w czasie kryzysu w Meksyku, które pozwoliły ograniczyć straty zagranicznych inwestorów, fundusz przyczynił się do wybuchu kryzysu w Azji Południowo-Wschodniej. Inwestorzy nabrali przekonania, że w razie niepowodzenia, będą również mogli liczyć na pomoc MFW (za: Mishkin, Matthews, Giuliodori, 2013, s. 423).

Problem pokusy nadużycia, który towarzyszy wypełnianiu roli ILOLR, dostrzega także F. Mishkin (2000, s. 11–18; 2007). W celu jego ograniczenia autor formułuje szereg zaleceń dla działalności tej instytucji, z których przybliżone zostaną trzy³⁷. Po pierwsze, ILOLR musi szybko reagować na rozwijający się kryzys. Podając przykłady skutecznej realizacji funkcji LOLR, F. Mishkin zauważa, że im szybciej pożyczka zostanie udzielona, tym mniejsza jest jej wartość. Podobnie jak A. Schwartz, krytykuje on MFW za wolne, kilkumiesięczne tempo prac nad programami pomocowymi dla Meksyku i Azji Wschodniej. Po drugie, ILOLR powinien wspierać właściwy nadzór ostrożnościowy. W szczególności zalecenie to jest kierowane pod adresem gospodarek wschodzących. Zdaniem autora, który odwołuje się do kryzysu azjatyckiego, w dużej ich części brakuje silnej woli politycznej niezbędnej do zapewnienia właściwej regulacji i nadzoru nad systemem finansowym. Wynika to z faktu, że politycy lub ich rodziny są często właścicielami instytucji finansowych. Inną kwestią, którą porusza autor w ramach tego zalecenia, jest konieczność poniesienia strat przez właścicieli, a nawet menedżerów instytucji finansowych, w razie ich niewypłacalności. Po trzecie, ILOLR powinien udzielać pomocy rzadko i tylko tym krajom, które priorytetowo traktują konieczność przeprowadzenia reform gospodarczych. Jak pokazuje doświadczenie, państwa mogą próbować wykorzystać świadomość funduszu, że odmowa wsparcia będzie oznaczała dla nich najprawdopodobniej skrajnie trudną sytuację gospodarczą i niestabilność polityczną. Będą próbowały odłożyć przeprowadzenie niezbędnych reform, wierząc, że MFW i tak udzieli im pomocy.

Dyskusja na temat ILOLR powróciła wraz z wybuchem ostatniego kryzysu. W jej ramach zwrócono uwagę, że coraz silniejsze powiązania gospodarek i rynków finansowych oznaczają nie tylko szanse, ale również wyzwania. Jak trafnie ujmuje to M. Obstfeld (2009, s. 2), we współczesnej gospodarce światowej jest mniej

37 Uściślając, F. Mishkin (2000, s. 19) uważa, że jedyną ponadnarodową instytucją, która może efektywnie pełnić rolę ILOLR, jest MFW.

miejsca na *decoupling*³⁸, a więcej na ryzyko i wstrząsy systemowe. Odnosząc się bezpośrednio do funkcji LOLR, autor wskazuje, że w warunkach powiązanych ze sobą rynków finansowych granice, w których bank centralny może realizować funkcję LOLR, nie pokrywają się z granicami, w których może powstać niedobór płynności w jego walucie (Obstfeld, 2010, s. 6).

Jakkolwiek dla wielu ekonomistów kryzys wyraźnie potwierdził konieczność istnienia ILOLR, tak opinie na temat możliwości pełnienia tej roli przez MFW są wciąż podzielone. Ci, którzy stoją na stanowisku, że fundusz nie jest do tego zdolny, powtarzają znany już argument, że nie kreuje on własnego pieniądza o światowym znaczeniu (por. np. Polański, 2012b, s. 88; Smaga, 2014, s. 202). Smaga zwraca dodatkowo uwagę na fakt, że MFW udziela pożyczek niezabezpieczonych papierami wartościowymi, co przeczy jednej z podstawowych zasad W. Bagehota³⁹. Postuluje on natomiast powołanie stałego mechanizmu (instytucji), który mógłby skutecznie pełnić rolę ILOLR, nie precyzując jednak warunków jego funkcjonowania. Większa część autorów zdaje się jednak uznawać, że fundusz jest najbardziej predysponowanym, choć nieidealnym, kandydatem do realizacji funkcji LOLR na poziomie międzynarodowym i przedstawia propozycje reform MFW, tak aby międzynarodowa architektura finansowa jak najlepiej służyła zachowaniu stabilności finansowej na świecie⁴⁰.

38 Zgodnie z hipotezą *decouplingu* przebieg cyklu koniunkturalnego w gospodarkach wschodzących stał się mało skorelowany z sytuacją gospodarczą w krajach rozwiniętych (por. np. Wojtyna, 2010).

39 Tę kwestię podnosi także M. Obstfeld (2009, s. 20, przypis 18). Równocześnie, w kontekście ILOLR, odnosił się już do niej wcześniej S. Fischer (1999, s. 101). Wskazywał on, że MFW nie musi żądać zabezpieczenia ze względu na status wierzyciela uprzywilejowanego.

40 Przedstawienie propozycji reform MFW wysuwanych w dobie ostatniego kryzysu wykracza poza zakres tej pracy. W kontekście MFW jako ILOLR warto jednak przytoczyć kilka pozycji. E. Truman (2010, s. 5) uważa, że świat nie jest gotowy na powołanie globalnego banku centralnego, który odgrywałby rolę ILOLR, ale kryzys wyraźnie pokazał, że MFW powinien zbliżyć się możliwie jak najbardziej do realizacji tego zadania. W raporcie Palais-Royal Initiative (2011, s. 12), grupy powołanej przez M. Camdessus, A. Lamfalussy'ego oraz T. Padoa-Schioppę, rekomenduje się, aby IMF współpracował z rządami, bankami centralnymi i regionalnymi inicjatywami w celu utworzenia mechanizmu zbliżonego do ILOLR. Miałby on stanowić alternatywę dla akumulacji rezerw walutowych. Autorzy raportu przedstawiają możliwości w zakresie mobilizowania zasobów przez MFW. M. Obstfeld (2009, s. 17–18) stoi na stanowisku, że MFW może stać się prawdziwym ILOLR przez ustanowienie dostępu do linii kredytowych poszczególnych banków centralnych. Więcej propozycji można znaleźć również w pracy E. Fernández-Arias i E. Levy'ego-Yeyatiego (2010).

1.2.2. Globalna sieć porozumień swapowych jako międzynarodowy pożyczkodawca ostatniej instancji

W okresie ostatniego kryzysu szczególną aktywnością wykazały się banki centralne. Prowadziły one szereg działań antykryzysowych, w tym także przy użyciu niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej. Równocześnie instytucje te podjęły współpracę, której najwyraźniejszym przejawem stała się utworzona w latach 2007–2009 globalna sieć porozumień swapowych⁴¹. Ze względu na swój rozmiar oraz zasięg została ona uznana za jedno z najważniejszych przedsięwzięć w historii współdziałania władz monetarnych (Obstfeld, Shambaugh, Taylor, 2009, s. 9)⁴². F. Papadia (2013, s. 2) postrzega ją jako wyraz epizodu globalnej polityki pieniężnej. Co jednak najważniejsze z punktu widzenia prowadzonych w rozdziale pierwszym rozważań, jest ona analizowana pod kątem realizacji funkcji LOLR na poziomie ponadnarodowym. Z. Polański (2012b, s. 106) uznaje tę sieć za „prawdziwego” ILOLR, ponieważ została ona utworzona przez banki centralne wykorzystujące swoje uprawnienia do (nieograniczonej) kreacji pieniądza. Z kolei dla innych autorów (Obstfeld, 2009, s. 12; McDowell, 2012) rolę ILOLR w czasie kryzysu – z uwagi na centralne miejsce w sieci – odegrał Fed. Graficzną prezentację omawianej sieci stanowi rysunek 1.

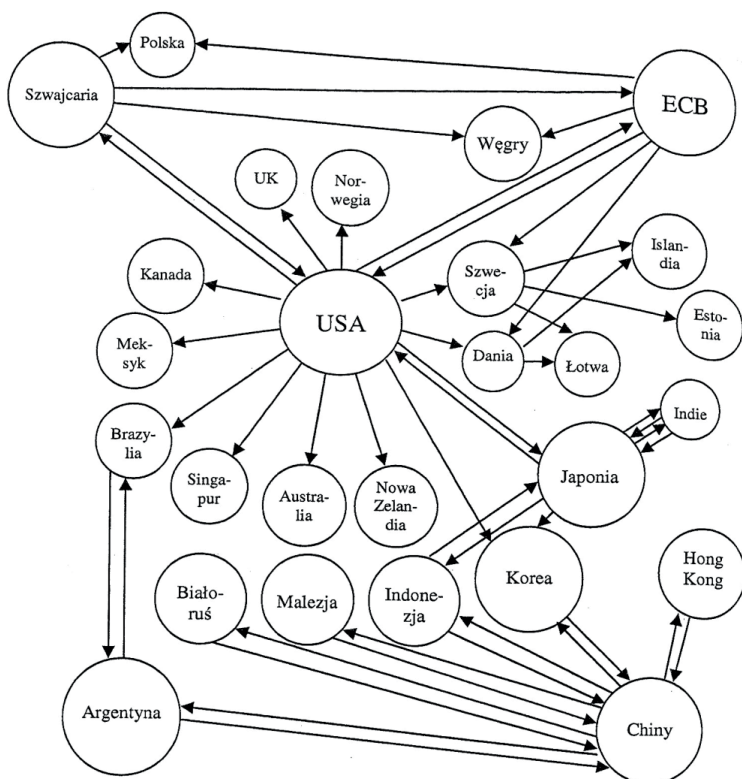
Porozumienia swapowe były zawierane w odpowiedzi na niedobór płynności walutowej⁴³. Dzięki nim bank centralny kraju A udostępniał płynność we własnej walucie bankowi centralnemu kraju B, który z kolei mógł ją dalej dostarczyć systemowi bankowemu znajdującemu się pod jurysdykcją kraju B. Pod koniec 2008 roku globalną sieć porozumień swapowych tworzyło ponad 20 banków centralnych. Pierwsze umowy, które zostały zawarte w jej ramach, dotyczyły udostępnienia przez Fed płynności w dolarze amerykańskim bankom centralnym strefy euro i Szwajcarii (tabela 2). Wraz z rozwojem kryzysu umowy te były kilkakrotnie wydłużane, a limity dotyczące udostępnianej płynności zwiększane. Po upadku banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 roku liczba banków centralnych, które stały się beneficjentami linii swapowych Fed, znacznie wzrosła (do 14 w grudniu

41 Innym przykładem współpracy banków centralnych w czasie kryzysu jest skoordynowana obniżka stóp procentowych o 50 pb, dokonana 8 października 2008 roku przez Bank Kanady, Bank Anglii, EBC, SRF, Bank Szwecji, SNB (ECB, 2008b).

42 Porozumienia swapowe były wcześniej wykorzystywane przez banki centralne. SRF przez lata utrzymywał sieć bilateralnych linii swapowych, która ustanowiona została w 1962 roku. Istotne *novum*, o którym mówi się w kontekście sieci z lat 2007–2009, należy odnosić do skali tego przedsięwzięcia.

43 Zgodnie z szacunkami W. Allena i R. Moessnera (za: Bogotębska, 2012, s. 61) największy deficyt płynności dewizowej dotyczył: płynności w USD w strefie euro (ok. 400 mld USD), płynności w JPY w Wielkiej Brytanii (ok. 90 mld USD), płynności w EUR w Stanach Zjednoczonych (ok. 70 mld USD), płynności w CHF w strefie euro (30 mld USD).

2008 r.). Jednocześnie zwiększane były kwoty tych linii. W szczególności cztery banki centralne – EBC, SNB, Bank Anglii oraz Bank Japonii – uzyskały nieograniczony dostęp do płynności Fed.



Rysunek 1. Globalna sieć porozumień swapowych

Źródło: Bogotębska, 2013, s. 380.

Płynność we własnej walucie udostępniały również inne banki centralne, choć na znacznie mniejszą skalę. Dostawcą płynności w euro był EBC, z którym porozumienie zawarła między innymi Polska (NBP, 2008a). Warto odnotować, że umowy swapowe na udostępnienie płynności w euro ustanawiały także banki centralne krajów nordyckich – Dania, Szwecja i Norwegia (wykorzystując własne rezerwy). W ramach globalnej sieci swapowej można jeszcze wyszczególnić sieć franka szwajcarskiego, która również objęła Polskę (NBP, 2008b), oraz sieć azjatycką (umowy swapowe Chin i Japonii)⁴⁴.

⁴⁴ Jak wskazują W. Allen i R. Moessler (2010, s. 33), zawarcie umów swapowych przez Chiny miało na celu nie tylko złagodzenie napięć finansowych, ale także wsparcie bilateralnego handlu i inwestycji w walutach krajów partnerów.

Tabela 2. Porozumienia swapowe na udostępnienie płynności w USD zawierane przez Fed w latach 2007–2009 (w mld USD)

EBC	20	30	50	55	110	110	120	240	∞	∞	∞	∞	∞	∞	W Y G A Ś N I Ę C I E
SNB	4	6	12	12	27	27	30	60	∞	∞	∞	∞	∞	∞	
BOJ	–	–	–	–	60	60	60	120	120	∞	∞	∞	∞	∞	
BOE	–	–	–	–	40	40	40	80	∞	∞	∞	∞	∞	∞	
BOC	–	–	–	–	10	10	10	30	30	30	30	30	30	30	
RBA	–	–	–	–	–	10	30	30	30	30	30	30	30	30	
SR	–	–	–	–	–	10	30	30	30	30	30	30	30	30	
DN	–	–	–	–	–	5	5	15	15	15	15	15	15	15	
NB	–	–	–	–	–	5	5	15	15	15	15	15	15	15	
RBNZ	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	15	15	15	15	
BCB	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	30	30	30	
BDM	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	30	30	30	
BOK	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	30	30	30	
MAS	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	30	30	30	
	2007	2008										2009		2010	
	12.12	11.03	02.05	30.07	18.09	24.09	26.09	29.09	13.10	14.10	28.10	29.10	03.02	25.06	01.02

SNB – Narodowy Bank Szwajcarii, BOJ – Bank Japonii, BOE – Bank Anglii, BOC – Bank Kanady, RBA – Bank Rezerwy Australii, SR – Bank Szwecji, DN – Bank Danii, NB – Bank Norwegii, RBNZ – Bank Rezerwy Nowej Zelandii, BCB – Bank Brazylii, BDM – Bank Meksyku, BOK – Bank Korei, MAS – Bank Singapuru; ∞ – nielimitowana linia swapowa.

Źródło: opracowanie własne na podstawie McDowell, 2012, s. 165.

Globalna sieć porozumień swapowych została uznana za wysoce skuteczne narzędzie łagodzenia napięć związanych z niedoborem płynności walutowej w okresie kryzysu (Goldberg, Kennedy, Miu, 2010; Pickford, 2011; Papadia, 2013). Dlatego też kwestią szczególnego zainteresowania stało się zinstytucjonalizowanie tego – utworzonego *ad hoc* – mechanizmu. Argumenty za instytucjonalizacją i sposoby jej zorganizowania można znaleźć między innymi w publikacjach S. Pickforda (2011), E. Farhiego, O. Gourinchasa i H. Rey (2011), E. Trumana (2010). Zdecydowanym przeciwnikiem stałego mechanizmu jest F. Papadia (2013, s. 8), który wskazuje, że takie rozwiązanie oznaczałoby przeniesienie części kompetencji w zakresie polityki pieniężnej na poziom ponadnarodowy.

Na końcu tego podrozdziału można postawić pytanie, czy w warunkach niedostatku płynności światowej w okresie ostatniego kryzysu, roli LOLR w wymiarze międzynarodowym nie odegrał również MFW. W 2009 roku dokonał on bowiem niespotykanej – na tle wcześniejszych – alokacji SDR na kwotę 161,2 mld (uzupełnionej dodatkową transzą w wysokości 21,1 mld)⁴⁵. Wydaje się, że odpowiedź

⁴⁵ Do wybuchu ostatniego kryzysu MFW dokonał dwóch alokacji na łączną kwotę 21,4 mld SDR. Pierwsza z nich miała miejsce w latach 1970–1972 (9,3 mld SDR), a druga w latach

na to pytanie jest negatywna, jeżeli zestawia się ze sobą SDR i USD oraz MFW i SRF. Dolar amerykański ma tę przewagę, że po pierwsze, „stoi za nim” SRF, który może działać szybko w czasie kryzysu, a po drugie, nie musi być wymieniany na inną walutę, zanim zostanie użyty w transakcjach z podmiotami prywatnymi. Dla kontrastu: w przypadku SDR nie ma rozwiniętego prywatnego rynku; krajowe banki centralne, które chcą wymienić SDR na waluty, którymi można się swobodnie posługiwać (głównie USD), muszą czekać około pięciu–dziesięciu dni roboczych, co w warunkach kryzysu, kiedy trzeba działać bezzwłocznie, wydaje się wiecznością (Ly, 2012, s. 355). Ponadto decyzja o alokacji SDR wymaga zgody 85% krajów członkowskich, co również opóźnia działanie w sytuacji kryzysu.

W tym miejscu warto również zwrócić uwagę na badanie C. Villard Duran (2015), którego przedmiotem był ILOLR w ostatnim kryzysie dla gospodarek wschodzących. Na przykładzie Brazylii, Meksyku oraz Indonezji i Korei Południowej, autorka przekonuje, że alokacje SDR dla tych krajów były zbyt małe wobec ich potrzeb płynnościowych. Kraje te upatrywały instytucji ILOLR w SRF, stając się (poza Indonezją) częścią jego sieci bilateralnych porozumień swapowych.

Podsumowanie

Podsumowując rozważania przedstawione w rozdziale pierwszym, można sformułować następujące wnioski.

1. Rozwój systemów finansowych pokazał, że funkcję LOLR realizują banki centralne. Wynika to z faktu, że tylko one mają zdolność do nieograniczonej kreacji pieniądza w walucie, na kreację której posiadają monopol.
2. W literaturze formułuje się trzy główne cele dla banku centralnego jako LOLR: zapewnienie sprawnego funkcjonowania systemów płatniczych, zapobieganie runom na banki, które mogłyby przekształcić się w kryzys systemowy, zapobieganie utracie płynności przez banki, co mogłoby skutkować ich niewypłacalnością.
3. Pierwsze rozważania na temat funkcji LOLR prowadzone były w XIX wieku w kontekście działalności najważniejszej instytucji finansowej ówczesnego świata – Banku Anglii. Założenia klasycznej doktryny LOLR do dziś stanowią

1979–1981 (12,1 mld SDR). Analizując udział SDR w podaży pieniądza międzynarodowego, był on niewielki, to jest po osiągnięciu największej wartości w 1971 roku (7%) systematycznie się zmniejszał. Niepowodzenie w awansowaniu SDR do roli alternatywnego wobec dolara składnika rezerw walutowych upatrywano głównie w braku wsparcia najbogatszych państw świata dla rozwoju SDR. Przewidywano, że powstanie euro w praktyce przekreśliło „lepsze szanse” dla SDR (Bilski, 2006, s. 126–127).

punkt wyjścia do dalszej dyskusji na temat omawianej funkcji. W ramach współczesnego ujęcia zwracano jednak uwagę, że część z nich, choć teoretycznie poprawna, jest trudna do stosowania w praktyce. W szczególności dotyczy to możliwości rozróżnienia sytuacji braku płynności od sytuacji niewypłacalności.

4. Realizacji funkcji LOLR towarzyszy problem pokusy nadużycia. Na jego występowanie i możliwości przeciwdziałania zwracał już uwagę H. Thornton w swoim dziele z 1802 roku. Współcześnie do tego problemu odnosi się koncepcja konstruktywnej niejednoznaczności.
5. W kontekście coraz silniejszych powiązań między globalnymi rynkami finansowymi zaczęto zwracać uwagę, że funkcja LOLR powinna być również realizowana na poziomie ponadnarodowym (choć w literaturze nie ma konsensusu w kwestii występowania ILOLR).

2. Instytucjonalno-prawne uwarunkowania funkcjonowania EBC

Wstęp

Celem rozdziału drugiego jest zbadanie instytucjonalno-prawnych ram funkcjonowania EBC. Wnioski z tego badania zostaną wykorzystane w dalszych częściach pracy – pozwolą lepiej zrozumieć uwarunkowania podejmowanych przez EBC działań antykryzysowych. Warto zaznaczyć, że ostatni kryzys był przyczyną wprowadzenia wielu zmian w mechanizmach funkcjonowania UGiW, w tym przede wszystkim z zakresu stabilności finansowej. Niemniej jednak wydaje się, że nie można analizować działań EBC z czasu kryzysu bez wiedzy na temat rozwiązań obowiązujących w strefie euro w okresie poprzedzającym jego wybuch. Dlatego też w obszarach, w których nastąpiły istotne – z perspektywy rozważań prowadzonych w tej pracy – modyfikacje (jak np. w obszarze nadzoru nad bankami w strefie euro), postanowiono przedstawić stan sprzed kryzysu. Odniesienia do wprowadzonych zmian zostaną zaprezentowane w dalszej części pracy.

Niniejszy rozdział składa się z dwóch zasadniczych części. Pierwsza z nich, którą poprzedza krótkie wprowadzenie o rozwiązaniach instytucjonalnych z zakresu bankowości centralnej w UE i strefie euro, poświęcona jest strategii polityki pieniężnej EBC – jej głównym elementom oraz ewolucji. Ze względu na fakt, że w aktualizacji dokumentu *The monetary policy of the ECB* z 2011 roku wprowadzono podrozdział poświęcony odpowiedzialności EBC za stabilność finansową, a przede wszystkim z uwagi na temat pracy, postanowiono przeanalizować ewolucję celów stabilności cen i stabilności systemu finansowego w hierarchii celów banków centralnych, co jest przedstawione w załączniku 1, dołączonym do niniejszej monografii. Wydaje się, że taka historyczna perspektywa pozwoli lepiej zrozumieć, dlaczego EBC w praktyce otrzymał mandat wyłącznie do stabilizowania cen (w dalszej części rozdziału drugiego omówione są również argumenty z zakresu

ekonomii politycznej). Tę część rozdziału zamyka ocena skuteczności EBC w realizacji założonego celu – to jest utrzymania stabilności cen w strefie euro.

Część druga poświęcona jest rozwiązaniom dotyczącym funkcji LOLR w UGiW. Omówione są w niej postanowienia traktatowe i statutowe, a dokładniej ich brak, w odniesieniu do analizowanej funkcji i interpretacja tego stanu rzeczy. Ponadto w podrozdziale przytoczone są poglądy ekonomistów, oceniających rozwiązania z obszaru zarządzania kryzysem w strefie euro, przy czym szczególną uwagę zwrócono na te, które wysuwano przed wybuchem ostatniego kryzysu.

2.1. Bankowość centralna w UE – pojęcia wprowadzające

Europejski System Banków Centralnych (ESBC) składa się z EBC oraz krajowych banków centralnych wszystkich państw członkowskich UE, w tym tych, które – albo ze względu na status kraju UE objętego derogacją, albo klauzulę *opt-out* (Dania i Wielka Brytania) – nie przyjęły euro. ESBC działa zgodnie z Traktatem o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE) oraz Statutem Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego (dalej – Statut ESBC). Politykę pieniężną w strefie euro prowadzi Eurosystem, obejmujący EBC oraz krajowe banki centralne tych państw członkowskich UE, których walutą jest euro. ESBC i Eurosystem będą funkcjonować obok siebie do momentu, kiedy wszystkie kraje UE przystąpią do strefy euro.

Zgodnie z artykułem 127.1 TFUE, który – opierając się na założeniu, że ostatecznie wszystkie kraje UE staną się członkami strefy euro – odnosi się do ESBC, nie zaś do Eurosystemu, głównym celem ESBC jest utrzymanie stabilności cen. Równocześnie, bez uszczerbku dla celu nadrzędnego, ESBC powinien wspierać ogólną politykę gospodarczą w UE. Do podstawowych zadań ESBC należą: definiowanie i urzeczywistnianie polityki pieniężnej Unii, przeprowadzanie operacji walutowych, utrzymywanie i zarządzanie oficjalnymi rezerwami walutowymi państw członkowskich, popieranie należytego funkcjonowania systemów płatniczych (art. 127.2 TFUE).

ESBC kierowany jest przez organy decyzyjne EBC, do których należą Rada Prezesów i Zarząd. Rada Prezesów jest odpowiedzialna za kształtowanie polityki pieniężnej. W jej skład wchodzi członkowie Zarządu oraz prezesi krajowych banków centralnych tych krajów UE, których walutą jest euro. Zarząd, który tworzą prezes i wiceprezes EBC oraz czterech innych członków, realizuje politykę pieniężną EBC zgodnie z decyzjami i wytycznymi Rady Prezesów. Trzecim organem decyzyjnym ESBC jest Rada Ogólna, której działalność warunkowana jest istnieniem państw członkowskich UE, pozostających poza strefą euro. W szczególności dokonuje ona

ocen gospodarczych krajów UE, które nie wprowadziły wspólnej waluty pod kątem ich przyszłego przyjęcia euro. W skład Rady Ogólnej wchodzi prezes i wiceprezes EBC oraz prezesi banków centralnych wszystkich państw członkowskich.

Do realizacji swoich celów Eurosystem dysponuje zestawem instrumentów polityki pieniężnej. W jego skład wchodzi: operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-kredytowe, rezerwy obowiązkowe (ECB, 2011e, s. 9–11). Poniżej przedstawiona zostanie krótka charakterystyka każdego z tych instrumentów (por. też tabela 3).

Tabela 3. Instrumenty polityki pieniężnej Eurosystemu

Instrument		Rodzaj transakcji		Częstotliwość	Okres do zapadalności
		Zasilające w płynność	Absorbujące płynność		
Operacje otwartego rynku	Podstawowe operacje refinansujące	Transakcje odwracalne	–	Tygodniowa	Jednotygodniowy
	Dłuższe operacje refinansujące	Transakcje odwracalne	–	Miesięczna	Trzymiesięczny
	Operacje dostrajające	Transakcje odwracalne, swapy walutowe	Transakcje odwracalne, przyjmowanie depozytów terminowych, swapy walutowe	Przeprowadzane doraźnie	Nieznormalizowany
	Operacje strukturalne	Transakcje odwracalne	Emisja certyfikatów dłużnych EBC	Regularna/nierregularna	Znormalizowany/nieznormalizowany
		Bezwarunkowy zakup	Bezwarunkowa sprzedaż	Przeprowadzane doraźnie	–
Operacje depozytowo-kredytowe	Depozyt w banku centralnym	–	Depozyty	Według uznania kontrahenta	<i>Overnight</i>
	Kredyt w banku centralnym	Transakcje odwracalne	–	Według uznania kontrahenta	<i>Overnight</i>

Źródło: ECB, 2011e, s. 10–11.

Operacje otwartego rynku pełnią ważną rolę w zakresie kształtowania rynkowych stóp procentowych, zarządzania płynnością na rynku, a także sygnalizowania nastawienia w polityce pieniężnej. Operacje otwartego rynku przeprowadzane są z inicjatywy EBC, który ustala także warunki i zasady ich wykonywania. Uwzględniając

w szczególności ich cel i regularność, operacje otwartego rynku Eurosystemu można podzielić na: podstawowe operacje refinansujące (ang. *main refinancing operations* – MRO), dłuższe operacje refinansujące (ang. *longer-term refinancing operations* – LTRO), operacje dostrajające (ang. *fine-tuning operations*) i operacje strukturalne (ang. *structural operations*). Operacje depozytowo-kredytowe służą do zasilania w płynność *overnight* (kredyt w banku centralnym) bądź jej absorbowania (depozyt w banku centralnym), sygnalizowania ogólnego nastawienia w polityce pieniężnej oraz ograniczania zmienności rynkowej stopy procentowej *overnight*. Operacje te przeprowadzane są z inicjatywy kontrahentów, przy założeniu spełnienia pewnych operacyjnych warunków dostępu. System rezerw obowiązkowych, obejmujący instytucje kredytowe w strefie euro, służy stabilizacji stóp procentowych na rynku pieniężnym, a także stworzeniu/pogłębieniu strukturalnego niedoboru płynności. Stopa rezerwy obowiązkowej jest równa stopie podstawowych operacji refinansujących (ECB, 2011e, s. 9–11).

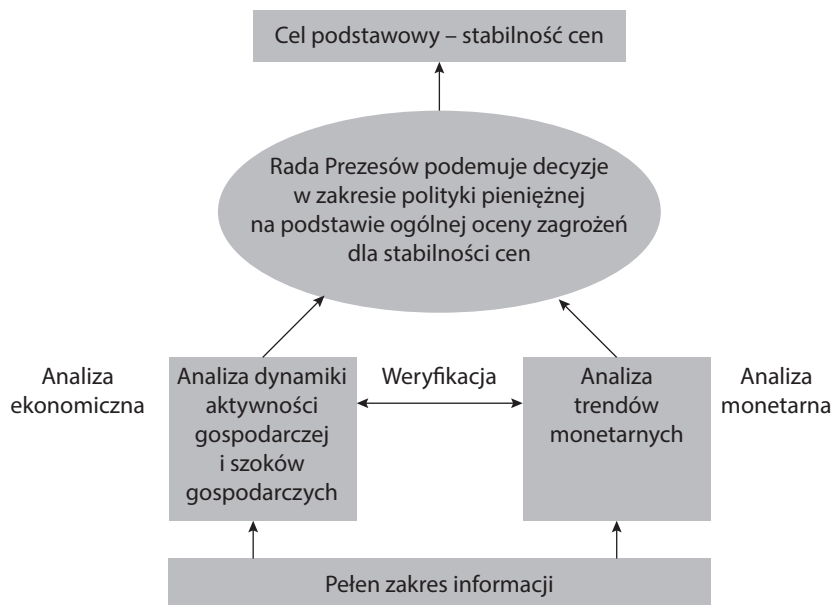
2.2. Strategia polityki pieniężnej EBC

2.2.1. Ilościowa definicja stabilności cen, analiza ryzyka dla stabilności cen. Stabilność finansowa w polityce pieniężnej EBC

Jak zostało wyżej wskazane, nadrzędnym celem EBC jest utrzymanie stabilności cen. Równocześnie – o ile nie stanowi to zagrożenia dla stabilności cen – EBC powinien wspierać ogólną politykę gospodarczą UE¹. Tak nieostre zarysowanie celów EBC przez prawo pierwotne UE pociągnęło za sobą dwie konsekwencje. Po pierwsze, EBC sam dokonał wykładni stabilności cen. Po drugie, brak precyzyjnej definicji podrzędnych wobec stabilności cen celów, do realizacji których powinna dążyć centralna instytucja Eurosystemu, EBC zinterpretował w ten sposób, że jego jedynym celem jest utrzymanie stabilności cen. EBC, wykorzystując umożliwiające mu to przepisy prawne, zawęził zatem pole odpowiedzialności, z której może być rozliczany (De Grauwe, 2012, s. 161).

Strategia polityki pieniężnej EBC opiera się na dwóch elementach – ilościowej definicji stabilności cen oraz dwóch płaszczyznach analizy ryzyka dla stabilności cen (rysunek 2). To podejście do analizy ryzyka dla stabilności cen w strefie euro odróżnia strategię EBC od strategii innych banków centralnych, w tym w szczególności realizujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). W percepcji EBC stanowi z kolei jego znak rozpoznawczy (Stark, 2007).

1 Dla uproszczenia wywodu postanowiono posłużyć się pojęciem EBC, pamiętając, że właściwe zapisy TFUE odnoszą się do ESBC.

**Rysunek 2.** Strategia polityki pieniężnej EBC

Źródło: opracowanie własne na podstawie ECB, 2011f, s. 83.

Ilościowa definicja stabilności cen jako element strategii polityki pieniężnej EBC została po raz pierwszy określona przez Radę Prezesów EBC w 1998 roku w kategorii rocznego wzrostu zharmonizowanego wskaźnika cen konsumpcyjnych (HICP) dla strefy euro poniżej 2% w średnim okresie (ECB, 1998a). W 2003 roku, w ramach ewaluacji strategii, Rada Prezesów potwierdziła ilościową definicję stabilności cen. Doprecyzowała przy tym, że będzie dążyć do utrzymania inflacji poniżej, ale blisko 2% (ang. *below, but close to, 2%*). Decyzja ta miała pokazać, że EBC zobowiązuje się do zachowania odpowiedniego marginesu chroniącego przed deflacją (ECB, 2003).

Odnosząc się do drugiego elementu strategii polityki pieniężnej EBC, bank centralny strefy euro ocenia ryzyko dla stabilności cen na podstawie dwóch filarów (ang. *two-pillar approach*) – analizy ekonomicznej (ang. *economic analysis*) oraz analizy monetarnej (ang. *monetary analysis*). W ramach analizy ekonomicznej EBC koncentruje się na ocenie krótko- i średniookresowych determinant kształtowania się cen, ze szczególnym uwzględnieniem aktywności w sferze realnej gospodarki. Analiza ekonomiczna bierze pod uwagę fakt, że w krótkim i średnim okresie ceny kształtują się w dużej mierze pod wpływem relacji podaży i popytu na rynkach towarów, usług i czynników produkcji. Z kolei analiza monetarna bazuje na długookresowej relacji między tempem wzrostu podaży pieniądza a inflacją. EBC traktuje obie płaszczyzny analizy jako komplementarne. Podejście dwufilarowe ma zapewnić, że żadna ważna informacja w analizie ryzyka dla stabilności cen w średnim okresie nie zostanie pominięta (ECB, 2004, s. 55, 2011f, s. 69).

Strategia EBC – mimo że odwołuje się do większości elementów charakterystycznych dla strategii BCI, to jest uznaje stabilność cen za nadrzędny cel polityki pieniężnej oraz podaje jego kwantyfikację, a także przywiązuje dużą wagę do przejrzystości komunikacji z otoczeniem – różni się od strategii BCI (por. też załącznik 1). Zasadniczą cechą, która odróżnia strategię EBC od strategii BCI, jest szczególna rola, jaką nadano w niej pieniądzu przez ustanowienie odrębnego obszaru analizy dla związku między tempem wzrostu podaży pieniądza a dynamiką cen – to jest analizy monetarnej. Równocześnie EBC, choć wyszczególnia tempo wzrostu podaży pieniądza spośród wszystkich wskaźników, które regularnie ocenia, nie realizuje strategii kontroli agregatów monetarnych.

W ramach analizy monetarnej Rada Prezesów EBC ustanowiła wartość referencyjną dla tempa wzrostu szerokiego agregatu pieniężnego M3 na poziomie 4,5% w skali roku. Przy jej wyprowadzeniu założono, że w średnim okresie roczna dynamika realnego PKB w strefie euro znajdzie się w przedziale 2–2,5%, a szybkość obiegu pieniądza będzie spadać – w tempie 0,5–1% w skali roku (ECB, 1998b; 1999a).

Przez pierwsze lata swojego funkcjonowania EBC dokonywał corocznych przeglądów wartości referencyjnej, każdorazowo pozostawiając ją na poziomie 4,5% (ECB, 1999b; 2000b; 2001c; 2002). Modyfikując strategię polityki pieniężnej w 2003 roku, Rada Prezesów postanowiła zaprzestać dokonywania corocznych weryfikacji wartości referencyjnej. Zaznaczono przy tym, że analiza leżących u jej podstaw założeń będzie kontynuowana (ECB, 2003). Do tej pory nie dokonano jednak w tej kwestii żadnych zmian.

Szczególna rola pieniądza była podkreślana w kolejnych dokumentach bezpośrednio odnoszących się do strategii polityki pieniężnej EBC, to jest *The monetary policy of the ECB* z 2004 roku oraz jego aktualizacji z 2011 roku. W ocenie EBC związek między dynamiką podaży pieniądza a inflacją w średnim i długim okresie umożliwia identyfikację trendów inflacyjnych w horyzoncie wykraczającym poza ten przyjmowany w tradycyjnych projekcjach inflacji. Odnosząc się do samej koncepcji wartości referencyjnej, w obu dokumentach powtórzono jej zasadnicze właściwości. Równocześnie w 2011 roku EBC uwypuklił znaczenie analizy monetarnej w ocenie kondycji sektora finansowego, wskazując, że wspiera ona podejście *leaning against the wind* wobec nierównowag finansowych (ECB, 2011f, s. 81; por. też załącznik 1).

W aktualizacji dokumentu *The monetary policy of the ECB* z 2011 roku, w części dotyczącej strategii polityki pieniężnej EBC, dodano – w stosunku do jego poprzedniej wersji z 2004 roku – podrozdział *Monetary Policy, Financial Stability and Asset Prices*. W kontekście ostatniego kryzysu EBC odnosi się w nim do: zależności między stabilnością cenową a stabilnością finansową, makroekonomicznych konsekwencji narastania baniek spekulacyjnych na rynku aktywów, uwzględniania przez władze monetarne dynamiki cen aktywów przy podejmowaniu decyzji dotyczących stóp procentowych.

W polityce pieniężnej EBC przyczynianie się do zapewniania stabilności finansowej jest podporządkowane celowi utrzymania stabilności cen. Taka hierarchia celów odzwierciedla ukształtowany przed kryzysem konsensus teoretyczny, zgodnie z którym najlepszym sposobem, w jaki polityka monetarna może przyczynić się do osiągnięcia stabilności finansowej, jest utrzymanie stabilności cen (por. załącznik 1). Równocześnie EBC podkreśla, że – choć w krótkim okresie cele te mogą być ze sobą sprzeczne – w długim okresie wzajemnie się warunkują².

2.2.2. Elementy transparentności i kontroli demokratycznej

EBC uważany jest za jeden z najbardziej niezależnych banków centralnych świata. W badaniu N. Dincera i B. Eichengreena dotyczącym niezależności banków centralnych (2013, s. 22) EBC zajmuje trzecie miejsce, ustępując jedynie władzom monetarnym Kirgistanu i Łotwy³. Jednocześnie, jak się często podkreśla, tak wysoki stopień niezależności EBC nie jest równoważony przez odpowiednio wysoką kontrolę demokratyczną (por. np. de la Dehesa, 2009, s. 1–4; De Grauwe, 2012, s. 159–162). Wprawdzie prezes EBC staje regularnie przed Parlamentem Europejskim, to jednak charakter jego wystąpień różni się znacząco od przesłuchań parlamentarnych prezesów innych banków centralnych. Przykładowo: prezes SRF odpowiada przed Kongresem, który może zmienić statut SRF zwykłą większością głosów. Dlatego też musi on brać pod uwagę opinie kongresmenów, nie może ich ignorować. Z kolei prezes EBC odpowiada przed instytucją, która nie ma uprawnień do podejmowania tego typu decyzji. Zmiana Statutu ESBC wymaga zmiany zapisów traktatowych, która z kolei warunkowana jest jednomyślną zgodą wszystkich państw członkowskich UE, a więc również tych, które nie należą do strefy euro. Ponadto spotkania prezesa EBC z Komisją Gospodarczą i Monetarną Parlamentu Europejskiego noszą tytuł *Monetary Dialogue*. I choć pozornie jest to kwestia czysto semantyczna, można argumentować, że zmiana nazwy na przesłuchania parlamentarne podniosłaby rangę tych spotkań. Warto podkreślić, że EBC odpowiada przede wszystkim przed obywatelami krajów UGiW, które przyjęły euro. W ostatecznym rozrachunku to oni poniosą konsekwencje błędnych decyzji w polityce pieniężnej EBC. Niemniej jednak również oni nie posiadają narzędzi do dyscyplinowania EBC.

EBC, podobnie jak większość banków centralnych świata, podkreśla znaczenie transparentności w polityce pieniężnej (ECB, 2011f, s. 87). Podstawowymi narzędziami komunikacji EBC z otoczeniem są konferencje prasowe po posiedzeniach decyzyjnych Rady Prezesów oraz „Biuletyny Ekonomiczne”. Podczas konferencji prezes EBC odczytuje

² Szerzej na temat ewolucji strategii polityki pieniężnej EBC por. Grostal i in., 2015, s. 52–60.

³ Niezależność banków centralnych badano w 2010 roku, a więc przed przystąpieniem Łotwy do strefy euro. Analizie poddano 89 instytucji.

oświadczenie wstępne, w którym przedstawione są wnioski z analizy ekonomicznej i monetarnej, podpierające decyzję Rady Prezesów dotyczącą stóp procentowych. Następnie prezes EBC pozostaje do dyspozycji dziennikarzy. „Biuletyny Ekonomiczne”, które od 2015 roku zastąpiły „Biuletyny Miesięczne”, publikowane są zazwyczaj dwa tygodnie po posiedzeniach decyzyjnych Rady Prezesów. Zawierają one obszerne i szczegółowe analizy sytuacji gospodarczej oraz inne informacje, które posiadała Rada Prezesów w momencie podejmowania decyzji. Ponadto w opracowaniach tych można znaleźć artykuły związane z działalnością EBC. Do pozostałych narzędzi komunikacji EBC należą między innymi: wystąpienia, przemówienia, wywiady udzielane przez członków organów decyzyjnych EBC, prace naukowe z serii *Working Papers* oraz *Occasional Papers*.

Przez większość lat swojego funkcjonowania EBC nie publikował *minutes*, co stało w sprzeczności z praktyką wielu banków centralnych, w tym SRF i większości banków realizujących strategię BCI. EBC nie podawał również do wiadomości publicznej wyników głosowań Rady Prezesów. Argumentował, że ich ujawnienie mogłoby narazić członków Rady Prezesów na presję ze strony krajowych parlamentów i rządów, by podejmowali oni decyzje, kierując się interesem narodowym, nie zaś interesem strefy euro (Duisenberg, 2003, za: Claeys, Hallerberg, Tschekassin, 2014, s. 6). Niemniej jednak, jak słusznie zauważano, problem ten można byłoby rozwiązać przez publikację *minutes* bez atrybucji imiennej, a także przedstawianie jedynie rozkładu głosów. Opinia publiczna zyskałaby wówczas cenne informacje na temat formalnej procedury podejmowania decyzji przez Radę Prezesów (Claeys, Hallerberg, Tschekassin, 2014, s. 6). EBC wyszedł częściowo naprzeciw tym oczekiwaniom, rozpoczynając w 2015 roku publikację opisów dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Prezesów.

W części poświęconej transparentności przywoływanego już wcześniej badania N. Dincera i B. Eichengreena (2013, s. 12) EBC oceniony jest jako ósmy (*ex aequo* z Kanadą) najbardziej przejrzysty bank centralny świata. W tym rankingu wyprzedził on banki centralne: Szwecji, Nowej Zelandii, Węgier, Czech, Wielkiej Brytanii, Izraela, Australii⁴. EBC został najgorzej oceniony w podkategorii transparentność proceduralna, która obejmuje wyraźnie określoną strategię polityki pieniężnej, a także publikację *minutes* i wyników głosowań.

2.2.3. Skuteczność EBC w realizacji podstawowego celu – utrzymania stabilności cen

W punkcie 2.2.1 przedstawiono krytykę pod adresem EBC, który wykorzystując mało precyzyjne zapisy traktatu z Maastricht dotyczące celów ESBC, zawęził zakres swojej odpowiedzialności do utrzymania stabilności cen w strefie euro. Niemniej

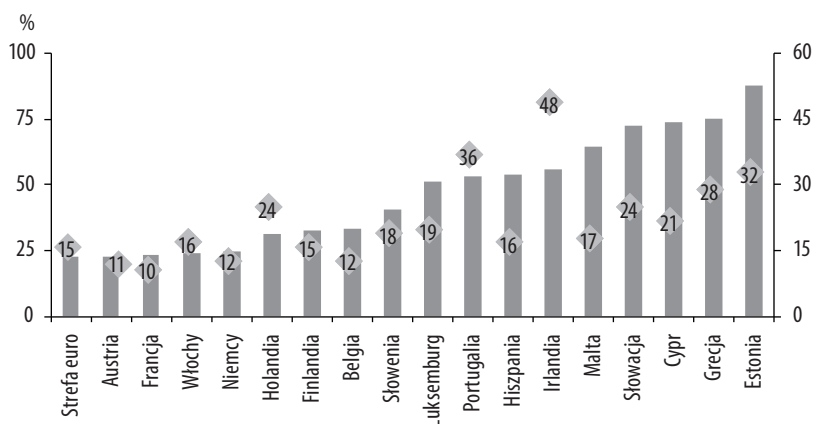
4 Badaniem transparentności objętych zostało 120 banków centralnych.

jednak należy zauważyć, że EBC był skuteczny w realizacji tego celu. W okresie od stycznia 1999 do grudnia 2014 roku średnia stopa inflacji HICP w strefie euro wyniosła 1,9%, a więc znalazła się poniżej górnej granicy przyjętej przez EBC ilościowej definicji stabilności cen. Oceniając kompleksowo adekwatność polityki pieniężnej EBC, warto jednak sprawdzić, jak na tle ilościowej definicji stabilności cen kształtowała się inflacja HICP w poszczególnych krajach UGiW.

Wykres 3 przedstawia częstość, z jaką inflacja HICP pozostawała poza symetrycznym pasmem odchyień od celu (2%) o szerokości ± 1 pkt proc., oraz maksymalną liczbę sukcesywnych „nietrafień” w tak zdefiniowany cel w poszczególnych krajach strefy euro⁵. Na jego podstawie można wyciągnąć następujące wnioski. Po pierwsze, częstość pozostawania inflacji HICP poza przyjętym pasmem wahań była najniższa w strefie euro jako całości, co wskazuje na adekwatność polityki pieniężnej EBC na poziomie zagregowanym. Po drugie, analizując wyniki dla krajów „starej” UE, wyraźnie widać, że inflacja HICP znajdowała się częściej wewnątrz symetrycznego pasma odchyień w krajach tak zwanego centrum strefy euro niż na jej peryferiach. W analizowanym okresie kraje z drugiej grupy odnotowały średnio wyższą inflację HICP w porównaniu z krajami z pierwszej grupy. Ponadto Irlandia i Portugalia zajęły odpowiednio pierwsze i drugie miejsce pod względem maksymalnej liczby następujących po sobie „nietrafień”. Po trzecie, w piątce krajów, w których inflacja najczęściej wykraczała poza przyjęte pasmo wahań, znalazły się wszystkie – poza Słowenią – kraje strefy euro z rozszerzenia UE z 2004 roku. Niemniej jednak relatywnie „słaby” wynik tych krajów należy rozważyć w kontekście okresu ich uczestnictwa w UGiW, który obejmuje znaczne podwyżki cen ropy naftowej i żywności na rynkach światowych (Słowenia, Cypr, Malta) oraz kryzys w strefie euro. Odnosząc się do wyników z tabeli 4, można zauważyć, że w krajach tak zwanego centrum strefy euro inflacja HICP rzadko wykraczała poza przedział 2% $\pm$ 2 pkt proc. Częstość pozostawania inflacji poza tak zdefiniowanym przedziałem była większa w peryferyjnych gospodarkach strefy euro oraz tych krajach, które wprowadzały euro po 2004 roku. Ujemna dynamika cen była najczęściej odnotowywana w krajach najbardziej dotkniętych ostatnim kryzysem.

5 Z uwagi na fakt, że definicja stabilności cen EBC nie jest precyzyjna, postanowiono rozważyć kilka wariantów dla szerokości pasma wahań wokół 2% (tabela 4). Czytając literalnie tę definicję, najodpowiedniejszym wariantem wydaje się być przedział 1–2%. Niemniej jednak jest on bardzo wąski, a w konsekwencji częstość pozostawania inflacji HICP poza tym przedziałem jest wysoka. Interpretacja wyników dla tego wariantu mogłaby zatem prowadzić do błędnych wniosków dotyczących skuteczności EBC w kontrolowaniu inflacji. Mimo że, zgodnie z ilościową definicją stabilności cen, inflacja HICP nie powinna być wyższa niż 2%, na wykresie 3 zaprezentowano wyniki dla pasma wahań 1–3%, uznając odchylenie o 1 pkt proc. w górę za nieznaczne.

- Częstość pozostawania inflacji poza symetrycznym pasmem odchyień od celu (2%) o szerokości +/- 1 pkt proc. (lewa oś)
- ◆ Maksymalna liczba sukcesywnych „nietrafień” (prawa oś)



Wykres 3. Kształtowanie się inflacji HICP w poszczególnych krajach strefy euro wobec ilościowej definicji stabilności cen EBC

Obliczenia dla każdego kraju od daty jego przystąpienia do strefy euro do grudnia 2014 roku.

Obliczenia nie uwzględniają Litwy i Łotwy ze względu na ich krótki okres członkostwa w strefie euro.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu.

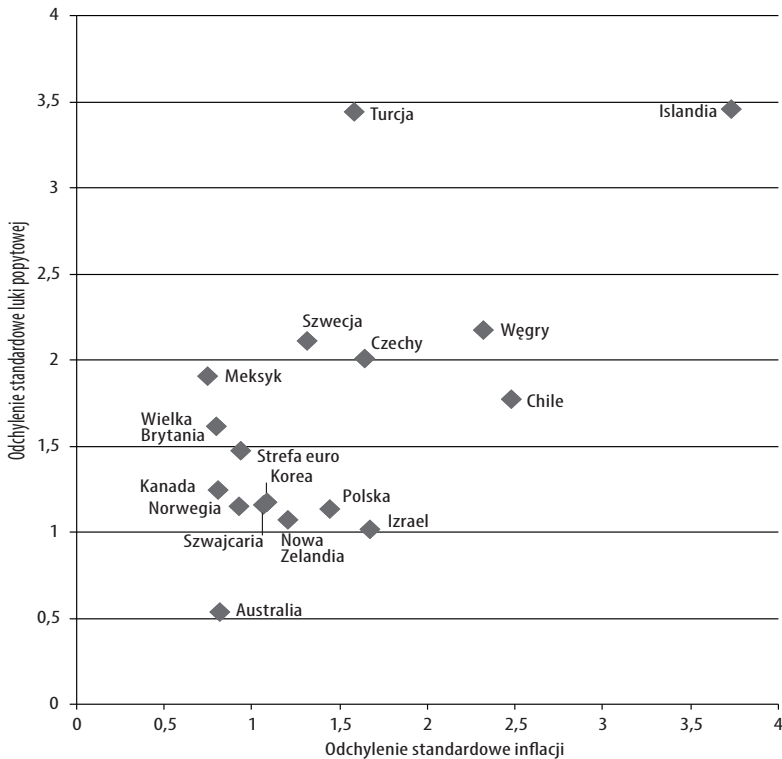
Tabela 4. Statystyki dla inflacji w krajach strefy euro

Kraj	Średnia (%)	Odchylenie standardowe (pkt proc.)	Częstość pozostawania inflacji poza pasmem wahań (%)				Maksymalna liczba „nietrafień” pod rząd	
			2% +/- 1 pkt proc.	2% +/- 2 pkt proc.	1–2%	HICP < 0%	2% +/- 1 pkt proc.	1–2%
Austria	1,9	0,9	22,9	1,0	51,0	1,0	11	32
Belgia	2,0	1,2	33,3	7,8	65,1	3,6	12	27
Cypr	2,0	1,9	73,8	16,7	86,9	15,5	21	22
Estonia	3,3	1,8	87,5	50,0	93,7	2,1	32	35
Finlandia	2,0	1,1	32,3	5,7	55,2	2,6	15	34
Francja	1,7	0,8	23,4	3,1	54,2	3,1	10	20
Grecja	2,6	1,9	75,0	29,2	92,9	13,1	28	96
Hiszpania	2,6	1,4	54,2	15,6	92,2	7,8	16	117
Holandia	2,1	1,2	31,3	9,9	53,6	1,6	24	39
Irlandia	2,1	2,0	55,7	29,7	84,4	12,5	48	55
Luksemburg	2,5	1,4	51,0	16,7	78,1	5,7	19	39
Malta	2,3	1,5	64,3	17,9	85,7	3,6	17	19
Niemcy	1,6	0,8	24,5	2,1	49,0	2,1	12	16

Kraj	Średnia (%)	Odchylenie standardowe (pkt proc.)	Częstość pozostawania inflacji poza pasmem wahań (%)				Maksymalna liczba „nietrafień” pod rząd	
			2% +/- 1 pkt proc.	2% +/- 2 pkt proc.	1-2%	HICP < 0%	2% +/- 1 pkt proc.	1-2%
Portugalia	2,3	1,5	53,1	16,1	87,5	9,4	36	56
Słowacja	1,8	1,7	72,2	26,4	77,8	15,3	24	26
Słowenia	2,4	1,7	40,6	16,7	78,1	17,7	18	23
Strefa euro	1,9	0,8	22,4	3,1	65,1	3,1	15	25
Włochy	2,1	0,9	24,0	2,1	74,5	1,6	16	40

Obliczenia dla każdego kraju od daty jego przystąpienia do strefy euro do grudnia 2014 roku. Obliczenia nie uwzględniają Litwy i Łotwy ze względu na ich krótki okres członkostwa w strefie euro.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu.



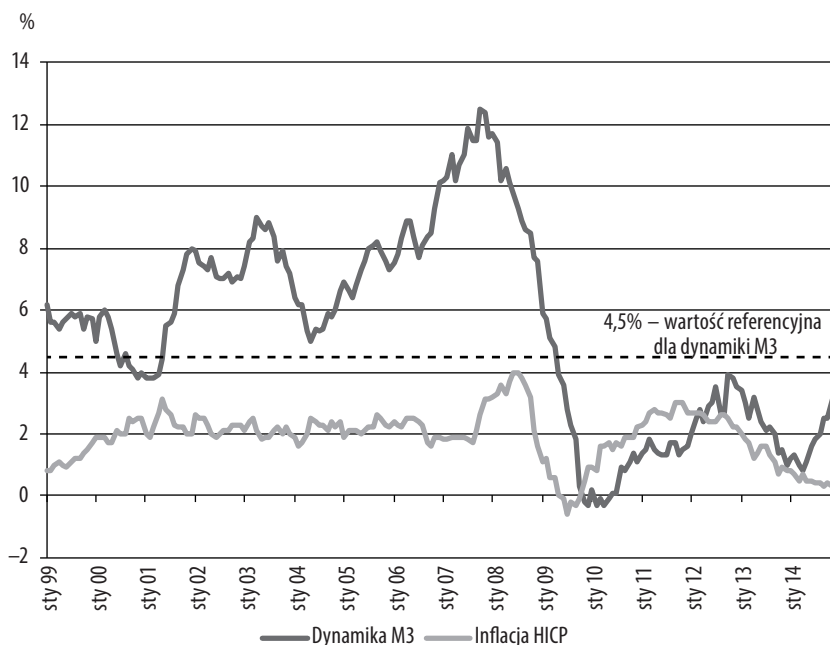
Wykres 4. Inflacja i luka popytowa – strefa euro a kraje członkowskie OECD realizujące strategię BCI (2004–2014)

Dla strefy euro inflacja wyrażona w HICP, dla wszystkich pozostałych krajów w CPI. Luka popytowa szacowana za pomocą filtru Hodricka-Prescotta. SNB, mimo że oficjalnie dystansuje się od strategii BCI, to realizuje strategię, której elementy są zbliżone do strategii BCI.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych OECD.

Wykres 4 przedstawia fluktuacje inflacji CPI (HICP dla strefy euro) i luki popytowej w krajach Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD), realizujących strategię BCI oraz w UGiW w latach 2004–2014. Strefa euro charakteryzuje się niską zmiennością inflacji oraz luki popytowej. Oznacza to, że w analizowanym okresie EBC dość skutecznie stabilizował inflację wokół przyjętej ilościowej definicji stabilności cen, a odchylenia PKB od poziomu potencjalnego były niewielkie na tle uwzględnionych krajów.

Jak już wykazano, EBC był skuteczny w realizacji założonego celu – to jest utrzymania stabilności cen w średnim okresie (średnia inflacja HICP w latach 1999–2014 wyniosła 1,9%). Jednocześnie tempo wzrostu agregatu M3 odbiegało od przyjętej dla tej kategorii wartości referencyjnej (4,5%).



Wykres 5. Inflacja HICP oraz dynamika agregatu M3 na tle wartości referencyjnej w strefie euro w latach 1999–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu i EBC.

Analiza wykresu 5 pozwala wskazać okresy kształtowania się inflacji HICP w strefie euro zgodnie z ilościową definicją stabilności cen, przy jednoczesnym pozostawianiu dynamiki agregatu M3 trwale powyżej albo poniżej ustanowionej wartości referencyjnej:

- 1) w latach 1999–2008, na które przypada okres przedkryzysowy, średnia inflacja HICP wyniosła 2,2%, a więc była tylko nieznacznie wyższa od górnej

granicy przyjętej ilościowej definicji stabilności cen; równocześnie średnie tempo wzrostu agregatu M3 wyniosło 7,4%;

- 2) w latach 2009–2014, obejmujących kryzys w strefie euro, średnia inflacja HICP ukształtowała się na poziomie 1,5%, była zatem zgodna z ilościową definicją stabilności cen; z kolei średnia dynamika agregatu M3 była wyraźnie niższa od wartości referencyjnej – wyniosła 1,9%.

Na podstawie tej krótkiej analizy wyraźnie widać, że EBC – mimo pozostawiania dynamiki agregatu M3 na poziomie trwale niezgodnym z przyjętą wartością referencyjną – był skuteczny w stabilizowaniu inflacji w strefie euro. Pojawia się zatem wątpliwość dotycząca roli tej kategorii jako czynnika decyzyjnego dla EBC. Stwarza ona również problemy w obszarze komunikacji EBC z otoczeniem, wpływając negatywnie na jego wiarygodność (por. też Grostal i in., 2015, s. 56–58).

2.3. Postanowienia prawne w zakresie odpowiedzialności EBC za realizację funkcji LOLR i ich interpretacja

2.3.1. Funkcja LOLR – postanowienia traktatowe i statutowe

Zarówno traktaty⁶, jak i Statut ESBC nie odnoszą się bezpośrednio do funkcji LOLR w strefie euro. W opinii części komentatorów (por. np. Hadjiemmanuil, 1996, s. 40; Lastra, 2000, s. 174; Jurkowska-Zeidler, 2008, s. 325 i dalsze) brak przejrzystości w tej kwestii – konstruktywna niejednoznaczność – został celowo wprowadzony przez autorów tych aktów prawnych, prawdopodobnie po to, aby przeciwdziałać problemowi pokusy nadużycia. Niezależnie jednak od motywów stojących za takim potraktowaniem omawianej funkcji stworzyło to pole do różnych interpretacji dotyczących kompetencji EBC i krajowych banków centralnych w zakresie jej realizacji na rzecz systemu bankowego w UGiW.

W literaturze panuje zgoda, że EBC może realizować funkcję LOLR wówczas, kiedy kryzys ma źródło w zaburzeniach w systemie płatniczym (ang. *the case of an explicit payment system gridlock*). Podstawę prawną do działania EBC stanowią artykuł 127.2 TFUE oraz artykuł 3.3 Statutu ESBC, które wyszczególniają „popieranie należytego funkcjonowania systemów płatniczych” jako jedno z czterech podstawowych zadań ESBC. Jak wskazuje O. Szczepańska (2004, s. 12), rola banku centralnego w tego typu sytuacjach sprowadza się do zapewnienia płynności niezbędnej dla ciągłości rozliczeń w systemie jako całości. Z kolei J. Bogołębska

6 Traktat z Maastricht, a następnie TFUE.

(2008, s. 55) podkreśla, że do wypełniania tej roli EBC dysponuje całym arsenalem instrumentów polityki pieniężnej⁷. Autorka zwraca szczególną uwagę na operacje dostrajające i ich właściwości, w tym dowolność w zakresie częstotliwości przeprowadzania i terminu zapadalności tych operacji oraz wykorzystywanie trybu szybkich przetargów lub procedur bilateralnych⁸. Za przykład skutecznego działania EBC polegającego na udzieleniu pomocy płynnościowej bankom przez operacje otwartego rynku uznaje się operacje dostrajające z 12 i 13 września 2001 roku, kiedy to po ataku terrorystycznym na World Trade Centre z 11 września nastąpił nagły wzrost popytu na środki płynne nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale także w Europie (ECB, 2001a; 2001b; Quaglia, 2008, s. 118).

Rozbieżności interpretacyjne dotyczą możliwości wypełniania funkcji LOLR przez EBC wobec pojedynczych banków, które doświadczają tymczasowych problemów z płynnością, a zaburzenia nie mają źródła w systemie płatniczym. Zdaniem części komentatorów fakt, iż nie przeniesiono wprost kompetencji do realizowania funkcji LOLR z krajowych banków centralnych na poziom ponadnarodowy – do EBC – oznacza, że nie została ona scentralizowana. Decyzje dotyczące przyznawania wsparcia płynnościowego pozostają zatem w gestii krajowych banków centralnych Eurosystemu. Inne stanowisko zajmuje R. Lastra (2000, s. 175; 2003, s. 57), która postrzega możliwość udzielania tego typu wsparcia przez EBC albo krajowe banki centralne jako ramiona operacyjne ESBC na podstawie traktatowej zasady subsydiarności⁹. Na poparcie swojej argumentacji autorka odwołuje się także do artykułu 18.1 Statutu ESBC, który przyjmuje następujące brzmienie. „Aby osiągnąć cele ESBC i wykonywać swe zadania EBC i krajowe banki centralne mogą [...] dokonywać właściwie zabezpieczonych operacji kredytowych z instytucjami kredytowymi oraz innymi uczestnikami rynku”. W jej ocenie „kreatywna” interpretacja tego artykułu pozwala uznać EBC za LOLR w strefie euro¹⁰.

7 Tę kwestię podnosi też O. Szczepańska (2008, s. 211–212) i A. Jurkowska-Zeidler (2008, s. 327).

8 Przetargi szybkie są przeważnie przeprowadzane w ciągu 90 minut od ogłoszenia (wobec maksymalnego czasu 24 godzin dla przetargów standardowych). W ramach operacji bilateralnych Eurosystem przeprowadza transakcje z jednym albo kilkoma kontrahentami bez stosowania procedury przetargu (ECB, 2011e, s. 21, 27).

9 Interpretację tę podziela F. Lupo-Pasini (2013, s. 225, przypis 41). Wskazuje on, że na silnie powiązanym rynku finansowym, w razie poważnego kryzysu bankowego (*major banking crisis*), ryzyko zarażenia może być skuteczniej powstrzymane przez instytucję ponadnarodową niż krajowy bank centralny. W ocenie autora, mając pełne uprawnienia do realizacji polityki pieniężnej, EBC – mimo braku *explicite* wskazanych kompetencji do pełnienia funkcji LOLR – może udzielić wsparcia płynnościowego.

10 Por. jednak późniejsze opracowanie autorki (Lastra, 2012, s. 9), w którym wskazuje, że – abstrahując od problemów znajdujących swój początek w systemie płatniczym – funkcja LOLR w strefie euro pozostaje w kompetencji krajowych banków centralnych.

Nie wszyscy autorzy dostrzegają jednak w artykule 18.1 Statutu ESBC podstawę do działania EBC jako LOLR. Jak zauważa C. Hadjiemmanuil (1996, s. 41), wszystkie operacje kredytowe Eurosystemu oparte są na adekwatnym zabezpieczeniu (ang. *adequate collateral*). W ocenie autora warunek ten praktycznie uniemożliwia realizację funkcji LOLR w strefie euro. Jeżeli bowiem dany bank komercyjny dysponuje wysokiej jakości zabezpieczeniem, to nie będzie on zwracał się po wsparcie płynnościowe do banku centralnego, tylko poszuka rozwiązań rynkowych. Polemizując z C. Hadjiemmanuilem, warto jednak podkreślić, że zgodnie z artykułem 18.2 Statutu ESBC, to EBC ustala ogólne zasady i warunki operacji kredytowych Eurosystemu¹¹. Ma on zatem pewną „elastyczność” w określaniu, jakie rodzaje aktywów mogą służyć jako zabezpieczenia w operacjach kredytowych Eurosystemu (por. punkt 3.3.2.4)¹².

Kwestię podziału kompetencji do realizacji funkcji LOLR wobec pojedynczych banków komercyjnych między EBC a krajowymi bankami centralnymi podnosi także A. Tupits (2010, s. 176–179). Rozważa on dwie możliwości. Pierwsza z nich zakłada, że udzielanie wsparcia płynnościowego jest zadaniem krajowym i jedynie ze względu na ryzyko dla stabilności cen wymaga pewnej koordynacji na poziomie Eurosystemu. Według drugiej omawiane zadanie jest realizowane przez Eurosystem. Decyzję o uruchomieniu wsparcia płynnościowego podejmuje Rada Prezesów albo alternatywnie – na mocy artykułu 14.3 Statutu ESBC – może być ono delegowane do krajowych banków centralnych¹³.

Odnosząc się do pierwszej możliwości, wydaje się, że jest ona preferowana przez EBC (por. punkt 2.3.2). Jej podstawę stanowi artykuł 14.4 Statutu ESBC, zgodnie z którym krajowe banki centralne „[...] mogą wykonywać inne funkcje niż określone niniejszym Statutem, chyba że Rada Prezesów, stanowiąc większością dwóch

11 Artykuł 18.2 stanowi, że: „EBC określa ogólne zasady dokonywania przez niego lub przez krajowe banki centralne operacji otwartego rynku i operacji kredytowych, w tym ogłaszania warunków, na jakich są one gotowe dokonywać powyższe operacje”.

12 Niektórzy komentatorzy z kolei zdają się uznawać kredyt w banku centralnym za instrument, dzięki któremu EBC – przez krajowe banki centralne – może realizować funkcję LOLR (Cea, 2011, s. 74–75). Warto zwrócić uwagę, że w „Financial Stability Review” z czerwca 2008 roku sam EBC odniósł się do *marginal lending facility* w kontekście omawianej funkcji (ECB, 2008c, s. 80). W ocenie EBC instrument ten „urzeczywistnia” zasady W. Bagehota odnoszące się do udzielania nieograniczonej pomocy płynnościowej instytucjom niepłynnym, lecz wypłacalnym, w zamian za „karną” stopę procentową i adekwatne zabezpieczenie. Ta cecha kredytu w banku centralnym sprzyja, zdaniem EBC, zapewnieniu stabilności systemu finansowego. Wydaje się jednak, że większość autorów odróżnia pomoc LOLR od operacji depozytowo-kredytowych (por. np. Smaga, 2014, s. 191–193; Dobler i in., 2016, s. 6).

13 Artykuł 14.3 przyjmuje następujące brzmienie: „Krajowe banki centralne są integralną częścią ESBC i działają zgodnie z wytycznymi i instrukcjami EBC. Rada Prezesów podejmuje kroki niezbędne w celu zapewnienia poszanowania wytycznych i instrukcji EBC oraz wymaga, aby dostarczano jej wszelkich niezbędnych informacji”.

trzech oddanych głosów, uzna, że są one sprzeczne z celami i zadaniami ESBC. Funkcje te krajowe banki centralne wykonują na własną odpowiedzialność i nie uważa się ich za część funkcji ESBC”.

Druga możliwość jest formułowana na podstawie artykułu 127.5 TFUE oraz artykułu 3.3 Statutu ESBC, które odnoszą się do wkładu ESBC na rzecz zapewnienia stabilności finansowej. Jeżeli przyjąć, że realizacja funkcji LOLR stanowi część tego wkładu, to wtedy jest ona jednym z zadań Eurosystemu, i wówczas – inaczej niż w przypadku pierwszej możliwości – nie będzie zachodziła sprzeczność z artykułem 130 TFUE i artykułem 7 Statutu ESBC. Co więcej, jak przekonuje A. Tupits (2010, s. 178), realizacja funkcji LOLR oddziałuje na sytuację płynnościową w całej strefie euro. Tak więc, jeżeli odpowiedzialność za prowadzenie polityki pieniężnej jest w wyłącznej kompetencji Eurosystemu, wówczas cokolwiek, co może wpłynąć na to ponadnarodowe zadanie, nie może być pozostawione na szczeblu krajowym. Udostępnianie wsparcia płynnościowego powinno być zatem rozpatrywane w kontekście odpowiedzialności banku centralnego za stabilność cen.

Na poparcie powyższej interpretacji A. Tupits (2010, s. 178, przypis 669) czyni analogię do rozwiązań dotyczących rezerw walutowych utrzymywanych przez krajowe banki centralne. Zwraca uwagę, że, zgodnie z artykułem 31.2 Statutu ESBC, operacje z nimi związane – powyżej pewnego limitu – podlegają zatwierdzeniu przez EBC, tak aby zapewnić spójność z polityką kursową oraz polityką pieniężną Unii.

Porównując obie alternatywy, A. Tupits wnioskuje, że w strefie euro – inaczej niż w krajach UE pozostających poza wspólnym obszarem walutowym – realizacja funkcji LOLR wobec pojedynczych instytucji kredytowych nie powinna być traktowana jako zadanie krajowe.

2.3.2. Funkcja LOLR w interpretacji EBC

Jak już zostało zasygnalizowane w rozdziale pierwszym, funkcja LOLR wobec pojedynczych instytucji kredytowych UGiW jest często określana mianem awaryjnego wsparcia płynnościowego (ang. *emergency liquidity assistance* – ELA).

W *Annual Report 1999* (EBC, 2000a, s. 98–99) – wydanym krótko po powstaniu strefy euro – EBC odniósł się do ELA. W szczególności dokonał on następującej wykładni. ELA obejmuje wsparcie banków centralnych dla mających przejściowe problemy z płynnością instytucji i rynków, które jest udzielane w wyjątkowych okolicznościach. Każdy przypadek jest przy tym rozpatrywany indywidualnie (ang. *on a case-by-case basis*). Znaczenie ELA nie powinno być jednak przeceniane. Wsparcie banków centralnych nie powinno być postrzegane jako podstawowy środek do zapewniania stabilności systemu finansowego ze względu na ryzyko

wystąpienia problemu pokusy nadużycia. Zagwarantowanie stabilności finansowej powinno opierać się przede wszystkim na dobrych praktykach w zakresie zarządzania ryzykiem oraz efektywnych regulacjach i nadzorze ostrożnościowym. Ponadto w ostatnich dekadach inne elementy sieci bezpieczeństwa finansowego nabrały na znaczeniu w zarządzaniu kryzysem w krajach uprzemysłowionych. Główną zasadą ELA jest to, że właściwy krajowy bank centralny podejmuje decyzję o udzieleniu wsparcia dla instytucji działającej w jego jurysdykcji. Oznacza to jednocześnie, że ponosi on odpowiedzialność oraz ewentualne koszty związane z tego typu operacją¹⁴.

W kolejnych latach EBC utrzymał powyższą interpretację, uzupełniając ją o pewne elementy. W szczególności ocenił, że ELA może być udzielone w celu przeciwdziałania bądź łagodzenia potencjalnych efektów systemowych, obejmujących reperkusje dla infrastruktury rynkowej, takie jak zakłócenia w systemach płatniczych i rozliczeniowych. Niemniej jednak instytucje kredytowe nie powinny zakładać automatycznego dostępu do płynności banku centralnego (ECB, 2007, s. 80–81). Odnosząc się do warunków ELA, EBC wskazywał, że jego udzielenie musi być zgodne z traktatowym zakazem finansowania ze środków banku centralnego (art. 123.1 TFUE), w tym w szczególności jego beneficjentem nie powinny być instytucje niewypłacalne (ECB, 2007, s. 80; 2011c, s. 29; 2013d, s. 111). ELA zawsze wymaga przedstawienia właściwego zabezpieczenia. Koszt ELA jest wyraźnie wyższy niż koszt operacji kredytowych Eurosystemu, co ma na celu zniechęcenie kontrahentów oraz zrekompensowanie właściwym bankom centralnym podejmowania dodatkowego ryzyka (ECB, 2013d, s. 111). EBC zaznaczał każdorazowo, że decyzje w zakresie ELA należą do krajowych banków centralnych¹⁵.

Ponadto warto zwrócić uwagę, że EBC kierował się polityką konstruktywnej niejednoznaczności w odniesieniu do ELA. Wskazuje na to chociażby poniższy fragment opinii EBC z 11 stycznia 2010 roku (ECB, 2010f, s. 2):

[...] W tym kontekście, ochrona stabilności systemu finansowego jako całości oraz wzmocnienie zaufania publicznego w czasie kryzysu wymaga nieujawniania informacji o udzieleniu przez bank centralny kredytu danej instytucji kredytowej lub zastosowaniu innej operacji płynnościowej (w tym w formie awaryjnego wsparcia płynności) [...]

14 Wcześniej na temat ELA w strefie euro wypowiedział się W. Duisenberg (za: Scherf, 2014, s. 64–65, przypis 30). Zaprezentowana wyżej interpretacja postanowień traktatowych i statutowych dotyczących ELA w strefie euro przez EBC stanowi rozwinięcie stanowiska wyrażonego przez W. Duisenberga.

15 Odniesienia EBC do ELA można znaleźć ponadto w ECB, 2006, s. 171–172.

W 2014 roku EBC opublikował dokument pt. *Procedury dotyczące awaryjnego wsparcia płynnościowego* (ECB, 2014e, s. 1–3). Powtórzył w nim zasadnicze elementy swojej interpretacji ELA. W szczególności ponownie zaznaczył, że ELA oznacza:

[...] przekazanie przez krajowy bank centralny należący do Eurosystemu (KBC):

- 1) pomocy w pieniądzu banku centralnego i/lub
- 2) innej formy pomocy mogącej powodować wzrost ilości pieniądza banku centralnego

na rzecz wypłacalnej instytucji finansowej lub grupie wypłacalnych instytucji finansowych, która ma przejściowe problemy z płynnością, przy czym operacja taka nie wchodzi w zakres wspólnej polityki pieniężnej.

Krajowe banki centralne ponoszą wszystkie koszty i ryzyko związane z ELA.

Jednakże Rada Prezesów EBC – powołując się na artykuł 14.4 Statutu ESBC – wskazuje, że może ograniczyć operacje ELA, jeżeli uzna, że są one sprzeczne z celami i zadaniami Eurosystemu. Decyzje w tej sprawie wymagają większości dwóch trzecich oddanych głosów¹⁶.

Co do zasady, krajowe banki centralne przekazują EBC szczegóły dotyczące operacji ELA najpóźniej drugiego dnia roboczego po jej przeprowadzeniu. Informacja powinna obejmować co najmniej następujące dane (ECB, 2014e, s. 1–2):

- 1) kontrahenta, któremu zostało/zostanie przyznane awaryjne wsparcie płynnościowe,
- 2) datę waluty i datę zapadalności awaryjnego wsparcia płynnościowego, które zostało/zostanie przyznane,
- 3) wielkość awaryjnego wsparcia płynnościowego, które zostało/zostanie przyznane,
- 4) walutę, w której awaryjne wsparcie płynnościowe zostało/zostanie przyznane,
- 5) zabezpieczenie/gwarancje, na podstawie których zostało/zostanie przyznane awaryjne wsparcie płynnościowe, w tym wycenę oraz ewentualną redukcję wartości przedstawionego zabezpieczenia, a także, właściwie do sytuacji, szczegóły przedstawionej gwarancji i warunki ewentualnych umownych mechanizmów zabezpieczających,

16 Ciekawej interpretacji artykułu 14.4 Statutu ESBC dokonał G. Psaroudakis (2012, s. 217, przypis 49). W jego ocenie udzielanie ELA nie powinno być uznawane za zadanie krajowe ze względu na możliwość zablokowania tego typu operacji przez Radę Prezesów. Wydaje się jednak, że taka interpretacja jest sprzeczna z istotą przywoływanego zapisu, to jest wskazaniem, że KBC mogą realizować inne funkcje niż te, które określa Statut ESBC.

- 6) oprocentowanie, jakie kontrahent jest zobowiązany zapłacić z tytułu awaryjnego wsparcia płynnościowego, które zostało/zostanie przyznane,
- 7) przesłanki udzielenia awaryjnego wsparcia płynnościowego (np. wezwanie do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego, odpływ depozytów),
- 8) dokonaną przez organ nadzoru ostrożnościowego krótko- i średniookresową ocenę sytuacji płynnościowej i wypłacalności podmiotu otrzymującego awaryjne wsparcie płynnościowe, obejmującą kryteria, na podstawie których wyprowadzono pozytywny wniosek dotyczący wypłacalności,
- 9) gdy ma to zastosowanie, ocenę – obejmującą aspekt transgraniczny oraz potencjalne skutki systemowe – sytuacji, która doprowadziła/prowadzi do konieczności udzielenia awaryjnego wsparcia płynnościowego.

Ponadto informacja powinna być aktualizowana. Rada Prezesów może zwrócić się do właściwego KBC o dodatkowe dane, rozszerzyć lub zaostrzyć wymagania informacyjne/sprawozdawcze.

Jeżeli łączna wielkość operacji ELA na rzecz pojedynczej instytucji bądź grupy instytucji ma przekroczyć 500 mln EUR, właściwe KBC są zobligowane do poinformowania o tym EBC jak najszybciej przed udzieleniem wsparcia. W przypadku przekroczenia progu 2 mld EUR Rada Prezesów rozważy, czy istnieje ryzyko kolizji ELA z innymi celami i zadaniami Eurosystemu.

2.3.3. ELA w krajowych aktach prawnych

Analiza statutów oraz aktów prawnych określających działalność krajowych banków centralnych państw UE, a także materiałów dostępnych na ich stronach internetowych (cyklicznych raportów opracowywanych przez jednostki analityczno-badawcze tych instytucji, treści wystąpień członków ciał decyzyjnych, komunikatów prasowych itp.), pozwala wyciągnąć wniosek, że podejście do ELA – w tym w szczególności w kontekście koncepcji konstruktywnej niejednoznaczności – jest różne w poszczególnych krajach. Wniosek ten dotyczy zarówno członków UGiW, jak i państw UE pozostających poza wspólnym obszarem walutowym.

Na podstawie przeglądu statutów oraz właściwych aktów prawnych regulujących działalność KBC można podzielić je na następujące grupy:

- 1) banki centralne, których statuty lub właściwe akty prawne wyraźnie odnoszą się do ELA lub wskazują, że bank centralny pełni funkcję LOLR (Estonia, Litwa, Luksemburg, Malta, Portugalia, Słowacja),
- 2) banki centralne, których statuty lub właściwe akty prawne nie traktują *explicit*e o ELA, ale na podstawie ich mandatów do zapewnienia stabilności finansowej można przypuszczać, że w razie potrzeby mogą one udzielać ELA (Belgia, Cypr, Finlandia, Grecja, Hiszpania, Irlandia, Słowenia),

- 3) banki centralne, których statuty lub właściwe akty prawne (prawie) nie nawiązują do ELA lub odpowiedzialności władzy monetarnej za stabilność systemu finansowego (Austria, Francja, Holandia, Łotwa, Niemcy, Włochy).

Analizując odpowiednie zapisy prawne dla banków centralnych z pierwszej grupy, można wskazać na pewne wspólne elementy. W szczególności zapisy te przewidują udzielenie ELA jedynie w celu zapewnienia stabilności systemu finansowego lub w razie wystąpienia wyjątkowych okoliczności (Luksemburg, Malta, Portugalia, Słowacja). Adresatem pomocy płynnościowej mogą być wyłącznie instytucje kredytowe/banki (Estonia, Litwa, Malta, Słowacja) i może być ona przyznana tylko w zamian za właściwe zabezpieczenie (Estonia, Litwa, Luksemburg, Malta, Słowacja).

Odnosząc się do banków centralnych państw UE pozostających poza strefą euro, wszystkie – poza Narodowym Bankiem Danii – mają wyraźnie ustanowioną prawem możliwość udzielania wsparcia płynnościowego. Równocześnie w porównaniu do KBC, które zostały wyżej zakwalifikowane do pierwszej grupy, ich statuty lub właściwe akty prawne nieco obszerniej odnoszą się do zasad przyznawania pomocy płynnościowej. W większości przypadków mogą one dokonywać tego typu operacji w ramach przyznanej im odpowiedzialności za stabilność finansową/zarządzanie kryzysem finansowym lub w razie zaistnienia wyjątkowych okoliczności (Bułgaria, Chorwacja, Czechy, Rumunia, Szwecja, Węgry, Wielka Brytania). Wśród beneficjentów wymienia się: banki/instytucje kredytowe (Bułgaria, Chorwacja, Polska, Rumunia, Węgry), instytucje bankowe oraz krajowe firmy znajdujące się pod krajowym nadzorem (Szwecja), instytucje finansowe (Wielka Brytania). Warto przy tym zauważyć, że jedynie właściwy akt prawny Narodowego Banku Bułgarii doprecyzowuje, że pomocą płynnościową mogą być objęte wyłącznie banki wypłacalne. Ponadto przeprowadzenie omawianych operacji w większości analizowanych krajów jest uwarunkowane przedstawieniem adekwatnego zabezpieczenia. Wyjątek stanowi Narodowy Bank Rumunii, który może udzielać również kredytów niezabezpieczonych. Dodatkowo część odpowiednich aktów prawnych określa okres, na jaki wsparcie może zostać przyznane (Bułgaria, Czechy). Właściwe przepisy prawne dla krajów strefy euro oraz krajów UE pozostających poza wspólnym obszarem walutowym zostały zamieszczone odpowiednio w załącznikach 2 i 3.

Źródłem informacji na temat ELA są również materiały zamieszczone na stronach internetowych krajowych banków centralnych ESBC¹⁷. Poszerzają one dwójako wiedzę o realizacji funkcji LOLR w poszczególnych krajach UE. Po pierwsze, istotna część banków centralnych, których statuty lub właściwe akty prawne

17 Do analizy wybrano materiały zawierające hasło *emergency liquidity assistance* lub *lender of last resort*. Spośród nich wyselekcjonowano te, które przedstawiają oficjalne stanowisko danego banku centralnego.

sugerują *implicite* możliwość pełnienia funkcji LOLR przez władzę monetarną, tudzież w ogóle się do tej kwestii nie odnoszą, deklaruje gotowość do udzielenia ELA w razie konieczności (w tym: Austria, Belgia, Cypr, Dania, Hiszpania, Niemcy)¹⁸. Po drugie, część banków centralnych podaje pewne szczegóły dotyczące zasad przyznawania ELA. Przykładowo: Narodowy Bank Belgii zaznacza, że w zamian za udzielenie wsparcia płynnościowego będzie żądać „karnej” stopy procentowej (National Bank of Belgium, 2009). Z kolei Narodowy Bank Chorwacji tworzy listę właściwych zabezpieczeń, wymieniając przy tym aktywa, o które może zostać ona poszerzona, jeżeli w jego ocenie zagrożona będzie stabilność systemu finansowego (za: IMF, 2008, s. 27).

Niemniej jednak krajowe banki centralne ESBC, w tym przede wszystkim banki centralne wchodzące w skład Eurosystemu, kierują się raczej zasadą, że LOLR „powinien istnieć, lecz jego obecność nie powinna być brana za pewnik”, niż pełną transparentnością w tej kwestii (Kindleberger, 1978, za: Manna, 2009, s. 159). Świadczy o tym fakt, że właściwe przepisy prawne pozostawiają wątpliwości dotyczące możliwości udzielania ELA przez bank centralny w ponad połowie przypadków w UE, a w ponad dwóch trzecich w samej strefie euro. Co więcej, w przeważającej liczbie przypadków warunki przyznawania wsparcia płynnościowego, w tym określające: potencjalnych beneficjentów, właściwe aktywa zabezpieczające, limity pożyczek, oprocentowanie, zasady podawania informacji o ELA do publicznej wiadomości, nadzór nad instytucją – beneficjentem pomocy, nie są powszechnie znane. Dodatkowo warto odnieść się do raportów MFW z serii *Financial System Stability Assessment* oraz *Technical Note on Crisis Management and Bank Resolution Framework*, w których fundusz dokonuje analizy sieci bezpieczeństwa finansowego poszczególnych krajów. W kontekście roli banku centralnego jako LOLR fundusz wskazuje, że duża część analizowanych banków centralnych posiada wewnętrzne instrukcje postępowania na wypadek sytuacji awaryjnej.

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na Bank Szwecji – najbardziej przejrzystą instytucję monetarną świata według przywoływanego już wcześniej rankingu transparentności z 2010 roku, autorstwa N. Dincera i B. Eichengreena (por. punkt 2.2.2), który – w odróżnieniu od przeważającej liczby banków centralnych (nie tylko z UE) – upublicznia warunki udzielania wsparcia płynnościowego. Dostrzega on bowiem w otwartej komunikacji narzędzie do ograniczania problemu pokusy nadużycia. W ocenie Riksbanku jasno określone i podane do publicznej wiadomości zasady dotyczące realizacji funkcji LOLR mogą stanowić sposób na odparcie przez bank centralny presji na udzielenie wsparcia płynnościowego, jeżeli

18 Potwierdzenie realizacji funkcji LOLR przez niektóre krajowe banki centralne Eurosystemu nastąpiło także w czasie kryzysu (por. np. Bank of Greece, 2014, s. 165; Central Bank of Ireland, 2013).

nie jest ono z jego perspektywy zasadne (Sveriges Riksbank, 2003, s. 58–59). Bank Szwecji wywodzi swoją odpowiedzialność do realizacji funkcji LOLR z powierzonego mu zadania do wspierania bezpiecznego i sprawnego systemu płatniczego. Instytucjami uprawnionymi do otrzymania pomocy są banki oraz szwedzkie firmy znajdujące się pod nadzorem Finansinspektionen¹⁹. Bank Szwecji, co do zasady, może wesprzeć instytucje mające problemy z płynnością, ale wypłacalne. Oceniając wypłacalność danej instytucji, bierze on także pod uwagę jej zdolność do generowania zysków w przyszłości i możliwość funkcjonowania bez dalszych interwencji publicznych. Niemniej jednak Riksbank przyznaje otwarcie, że powstrzymanie się od udzielenia wsparcia płynnościowego zmniejsza się wraz ze wzrostem ryzyka systemowego, co niektórzy ekonomiści odczytują jako możliwość otrzymania pomocy również przez instytucje, których wypłacalność jest co najmniej wątpliwa (Manna, 2009, s. 162). W sytuacji kryzysu Bank Szwecji może rozważyć poszerzenie wachlarza aktywów akceptowanych jako zabezpieczenie. Oprocentowanie kredytu ustalane jest w każdym przypadku indywidualnie (Sveriges Riksbank, 2003, s. 70; IMF, 2011, s. 17).

Wyniki dokonanej analizy statutów lub właściwych aktów prawnych banków centralnych nie różnią się znacząco od wyników podobnych badań. Przykładowo: S. Broyer i A. Lemangnen (2013, s. 1) przeprowadzili analizę statutów banków centralnych krajów, które utworzyły strefę euro w 1999 roku oraz Grecji. Na jej podstawie podzielili je na dwie zasadnicze grupy:

- 1) banki centralne, których statuty/właściwe akty prawne (prawie) nie odnoszą się do ELA (Austria, Francja, Grecja, Luksemburg, Niemcy, Włochy);
- 2) banki centralne, które realizują mandat do zapewniania stabilności systemu finansowego; równocześnie w dokumentach tych banków można odnaleźć informację, że udzielają one ELA (Belgia, Finlandia, Irlandia; w przypadku Holandii zachodzi jedynie drugi warunek).

Jako odrębne przypadki autorzy wymienili Bank Portugalii, który zobowiązany jest przez właściwe przepisy prawne do realizacji funkcji LOLR, a także Bank Hiszpanii, który wprowadził realizację celu stabilności finansowej, ale nie wiadomo, czy w jego ramach może udzielać ELA.

Z kolei M. Manna (2009, s. 160–161) dokonał przeglądu statutów oraz dokumentów dostępnych na stronach internetowych osiemnastu banków centralnych, w tym dwunastu państw członkowskich strefy euro i dwóch państw UE pozostających poza wspólnym obszarem walutowym. Opierając się na tej analizie, autor wyodrębnił trzy główne modele komunikacji dotyczącej ELA:

19 Finansinspektionen jest instytucją odpowiedzialną za nadzór nad systemem finansowym w Szwecji.

- 1) dla sześciu banków centralnych statut lub inne akty prawne nie odnoszą się (prawie) wcale do ELA; równocześnie nie można odnaleźć takich odniesień w komunikatach członków ciał decyzyjnych tych instytucji (Austria, Francja, Grecja, Luksemburg, Niemcy, Włochy);
- 2) w przypadku czterech banków centralnych statut odnosi się do zadań banku centralnego z zakresu stabilności finansowej, inne dokumenty wskazują zaś na możliwość realizacji przez bank centralny funkcji LOLR (Belgia, Finlandia, Irlandia, Szwajcaria; podobnie jak S. Broyer i A. Lemangnen, autor odnajduje potwierdzenie możliwości udzielania ELA przez Bank Holandii jedynie w publikowanych przez niego dokumentach);
- 3) w przypadku sześciu banków centralnych statut i inne oficjalne dokumenty odnoszą się *explicite* do ELA/LOLR (Japonia, Norwegia, Portugalia, Stany Zjednoczone, Szwecja, Wielka Brytania)²⁰.

2.3.4. Przegląd literatury ekonomicznej na temat funkcji LOLR w strefie euro – argumenty wysuwane przed kryzysem

Rozwiązania instytucjonalne w zakresie stabilności finansowej w UGiW, w tym dotyczące funkcji LOLR, były szeroko dyskutowane i niejednokrotnie poddawane krytyce. Wyrażano ją jeszcze przed wprowadzeniem euro w 1999 roku, choć najwięcej komentarzy, przynajmniej w odniesieniu do funkcji LOLR, można odnaleźć w literaturze z przełomu XX i XXI wieku oraz okresu obejmującego ostatni kryzys. W tym miejscu uwaga skoncentrowana zostanie na argumentach wysuwanych w pierwszych latach tej dyskusji. Już wtedy nie brakowało głosów, że rola EBC w zapewnianiu stabilności finansowej w UGiW – w szczególności przez działania z zakresu LOLR – jest niewystarczająca. Ponadto na ówczesnym etapie rozważań postulowano wprowadzenie korekt w tym obszarze (część z nich została uwzględniona w odpowiedzi strefy euro na ostatni kryzys). W odniesieniu do funkcji LOLR skupiano się głównie na: braku transparentności dotyczącej podmiotu odpowiedzialnego za jej realizację w strefie euro, nazywając taki stan rzeczy nie konstruktywną, ale destrukcyjną niejednoznacznością, niepowierzeniu EBC nadzoru nad rynkiem finansowym, a także sytuacji wystąpienia

20 Również w odniesieniu do Banku Hiszpanii M. Manna wnioskuje podobnie jak S. Broyer i A. Lemangnen. Z kolei w przypadku Banku Kanady autor zwraca uwagę, że dopuszcza on nawet udzielenie pomocy instytucji niewypłacalnej (Manna, 2009, s. 161). Porównanie wyników własnych i wyżej przytoczonych badań z wynikami nieco wcześniejszych analiz, na przykład autorstwa R. Delstona i A. Campbella (2002), pozwala zauważyć, że w kwestii komunikacji banków centralnych na temat funkcji LOLR/ELA – inaczej niż w przypadku innych obszarów ich działalności – niewiele się zmieniło.

problemów z płynnością w banku działającym transgranicznie. Rozważania z okresu kryzysu zostaną zaprezentowane w rozdziale trzecim.

Jak zauważa R. Lastra (2000, s. 174; 2003, s. 56), projekt Statutu ESBC wymieniał nadzór ostrożnościowy jako piąte podstawowe zadanie ESBC. Niemniej jednak w ostatecznej wersji tego dokumentu (art. 25) oraz w artykule 127 TFUE rola EBC w zakresie nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i stabilności finansowej została znacznie ograniczona. Równocześnie pozostawiono pewną „furtkę” do większego zaangażowania EBC w nadzór ostrożnościowy w postaci artykułu 127.6 TFUE, który wskazuje, że: „Rada, stanowiąc w drodze rozporządzeń zgodnie ze specjalną procedurą ustawodawczą, jednomyślnie i po konsultacji z Parlamentem Europejskim oraz Europejskim Bankiem Centralnym, może powierzyć Europejskiemu Bankowi Centralnemu szczególne zadania dotyczące polityk w dziedzinie nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i innymi instytucjami finansowymi, z wyjątkiem instytucji ubezpieczeniowych”. Interpretowano, że w razie konieczności centralizacji nadzoru bankowego w strefie euro zapis ten wyraża preferencje dla umieszczenia go w strukturach EBC niż specjalnie w tym celu powołanej instytucji (Quaglia, 2008, s. 116)²¹. R. Lastra (2000, s. 175) wskazuje, że w procesie negocjacji nad zadaniami EBC niechęć do powierzenia EBC funkcji LOLR wyrażali przedstawiciele Niemiec. Byli oni zdania, że stwarzałoby to pewne ryzyko dla utrzymania stabilności cen we wspólnym obszarze walutowym. Reprezentanci innych krajów opowiadali się z kolei wyraźnie – zgodnie ze swoją krajową praktyką – za przypisaniem EBC odpowiedzialności ze realizacją funkcji LOLR. Omawiany przedmiot negocjacji porusza także C. Goodhart (1995, s. 326). Zwraca on uwagę, że istniał wyraźny konflikt między stroną, która uznawała operacje LOLR nie tylko za niepotrzebne, ale również mogące utrudnić realizację celu stabilności cen, a stroną, która – na podstawie historii kryzysów finansowych oraz odpowiedzi banków centralnych na nie – dowodziła konieczności powierzenia EBC funkcji LOLR. Pierwsze stanowisko wyrażali przedstawiciele Bundesbanku, utrzymując, że jej realizacja przez EBC mogłaby przyczynić się do wzrostu inflacji, a także pojawienia się pokusy nadużycia.

Wpisujący się w „wąską” koncepcję bankowości centralnej mandat EBC spotykał się z krytyką (IMF, 1998, s. 106; Prati, Schinasi, 2000, s. 229–230). W wymienionych pracach oceniano, że powinien on również obejmować: zapewnianie stabilności finansowej, realizację funkcji LOLR na rzecz pojedynczych instytucji finansowych, nadzór nad systemowo ważnymi instytucjami finansowymi (odpowiadałby on wówczas „szerokiemu” pojęciu bankowości centralnej). Zgadzając się z powyższymi propozycjami rozszerzenia zakresu odpowiedzialności EBC, R. Guttman (2003, s. 153–157)

21 Artykuł 127.6 TFUE stanowił podstawę dla ustanowienia unii bankowej.

powierzyłby mu dodatkowo – na wzór mandatu SRF – cele odnoszące się do wzrostu gospodarczego oraz pełnego zatrudnienia. Tymczasem jedyne podobieństwo między EBC a SRF autor dostrzegał w ich strukturze. Wskazywał, że cele i zadania centralnej instytucji Eurosystemu przyjęto na wzór rozwiązań stosowanych w Bundesbanku, co było warunkiem uczestnictwa Niemiec w strefie euro. Ocenę tę podzielało wielu komentatorów (por. np. IMF, 1998, s. 106–108; Prati, Schinasi, 2000, s. 234–237; Aglietta, 1999, s. 27)²². Tylko nieliczni ekonomiści wyrażali przekonanie, że w razie konieczności EBC będzie zdolny do poświęcenia celu utrzymania stabilności cen na rzecz realizacji funkcji LOLR (Arestis, Brown, Sawyer, 2001, s. 65).

Przeglądu „uchybień” w konstrukcji UGiW dokonali M. Bordo i L. Jonung (1999, s. 1 i dalsze). Jako pierwsze wyszczególnili brak funkcji LOLR na poziomie ponadnarodowym. W dalszej kolejności wskazali między innymi na: nieustanowienie centralnej instytucji nadzoru nad rynkiem finansowym, słabą kontrolę demokratyczną nad EBC (por. punkt 2.2.2), brak koordynacji krajowych polityk fiskalnych na szczeblu strefy euro, który w połączeniu z nadmiernie restrykcyjnymi postanowieniami traktatu z Maastricht oraz Paktu Stabilności i Wzrostu dotyczącymi deficytu i długu sektora jednostek rządowych i samorządowych będzie utrudniał jej odpowiedź na szoki asymetryczne. Autorzy stwierdzili, że UGiW nie jest optymalnym obszarem walutowym, a stworzona przez nich lista „uchybień” może zostać poszerzona. Odnosząc się bezpośrednio do funkcji LOLR, M. Bordo i L. Jonung ocenili, że nieprzypisanie jej EBC stoi w sprzeczności ze współczesnym rozumieniem bankowości centralnej. W razie wystąpienia kryzysu płynności nieobecność LOLR na poziomie ponadnarodowym może nawet podważyć istnienie strefy euro. Niemniej jednak, ich zdaniem, doświadczenia innych narodowych unii monetarnych²³ pokazują, że „uchybień” konstrukcyjne mogą zostać skorygowane

22 Bundesbank nie ponosił odpowiedzialności za stabilność systemu finansowego, nie miał też mandatu do realizacji funkcji LOLR. Niemieckie rozwiązania w zakresie zarządzania kryzysem były tak pomyślane, by ograniczyć rolę Bundesbanku w dostarczaniu środków w ramach operacji ratunkowych (*rescue operations*). Stabilność systemu finansowego spoczywała na trzech filarach: 1) instytucji zintegrowanego nadzoru – Federalnym Urzędzie Nadzoru Usług Finansowych, 2) konsorcjum odpowiedzialnym za dostarczanie krótkoterminowej pomocy płynnościowej bankom, które doświadczają tymczasowych problemów z płynnością – Liquiditäts-Konsortialbank (Liko-Bank), 3) systemie gwarantowania depozytów. Niemniej jednak, jak podkreślają MFW (IMF, 1998, s. 107–109) oraz A. Prati i G. Schinasi (2000, s. 234–237), rola Bundesbanku w działaniach na rzecz stabilności finansowej była większa, niż się powszechnie uważa. Wynika to w szczególności z faktu, że posiadał on 30% udziałów w Liko-Banku, jego wpływ na podejmowane przez to konsorcjum decyzje był zatem istotny (więcej informacji na ten temat można znaleźć również w opracowaniu Szczepańska, Sotomska-Krzysztofik, Pawliszyn, 2004, s. 35).

23 Bordo i Jonung uznali, że UGiW przypomina bardziej narodową niż wielonarodową unię monetarną.

w reakcji na zmieniającą się sytuację gospodarczą. Jako przykład wprowadzania usprawnień autorzy odwołali się do budowania sieci bezpieczeństwa finansowego w Stanach Zjednoczonych. Po kryzysach z 1893 i 1907 roku ustanowiono SRF, któremu powierzono funkcję LOLR. Jednakże, o czym wspomniano już w rozdziale pierwszym, w czasie Wielkiego Kryzysu SRF nie realizował jej skutecznie. Dlatego też w 1933 roku w Stanach Zjednoczonych powstał pierwszy na świecie system gwarantowania depozytów. Konkluzja autorów sprowadza się do tego, że szoki, które na pewno będą dotyczyć strefę euro, wymuszą na niej wyeliminowanie wskazanych „uchybień”. Nie ma gwarancji, że UGiW nie rozpadnie się wskutek wystąpienia szoków. Niemniej jednak jej szanse przetrwania będą rosły wraz z jej zdolnością do wprowadzania mechanizmów korygujących.

Brak wyraźnie określonej tożsamości LOLR w UGiW stał się z kolei głównym przedmiotem krytyki M. Aglietty (1999, s. 25–27, 29–30). Odnosił się on do koncepcji konstruktywnej niejednoznaczności, wskazując, że sprowadza się ona do takiego działania banku centralnego jako LOLR, że instytucje finansowe (potencjalni beneficjenci pomocy LOLR) nie są w stanie – opierając się na przeszłych interwencjach – przewidzieć, czy udzieli on wsparcia płynnościowego, czy też nie. Innymi słowy, niepewność dotyczy tego, czy bank centralny zdecyduje się przeprowadzić interwencję LOLR, i jeżeli tak, to na jakich warunkach. Tymczasem rozwiązania z zakresu zarządzania sytuacją kryzysową w strefie euro nie wskazały wprost tożsamości LOLR w UGiW, co M. Aglietta nazwał destrukcyjną dwuznacznością. Autor postulował przyznanie odpowiedzialności za realizację funkcji LOLR ESBC. Przeciwnie rozwiązanie, to jest utrzymanie kompetencji do udzielania ELA przez krajowe banki centralne, działające na własne ryzyko i na zasadzie *ad hoc*, ocenił jako całkowicie nieodpowiednie z uwagi na możliwe konsekwencje realizacji funkcji LOLR dla polityki pieniężnej (funkcja LOLR jest częścią szerszej koncepcji bankowości centralnej, uwzględniającej współzależność stabilności cenowej i stabilności finansowej). W opinii autora decyzja w omawianym zakresie powinna należeć do Rady Prezesów EBC. Powinna mieć ona bieżący dostęp do informacji nadzorczej – móc żądać każdej informacji niezbędnej do podjęcia decyzji o przeprowadzeniu interwencji LOLR. Odnosząc się do kwestii operacyjnych, autor wskazywał, że ELA może zostać udzielone przez EBC albo krajowy bank centralny/kilka krajowych banków centralnych. Każdorazowo jednak to Rada Prezesów powinna decydować o przeprowadzeniu operacji i ustalać jej szczegóły. Przykładowo: wsparcie LOLR na rzecz indywidualnej instytucji finansowej, uzasadnione jej szczególną pozycją wobec innych instytucji finansowych, może być zapewnione przez bank centralny kraju, w którym ma ona siedzibę lub bank centralny kraju, w którym doświadcza problemów. Każda decyzja w tym zakresie powinna być jednak podjęta przez Radę Prezesów EBC. Opinię tę podzielali A. Prati i G. Schinasi (2000, s. 246).

Do krytyki pod adresem rozwiązań w zakresie zarządzania kryzysem w systemie bankowym bądź szerzej – finansowym w UGiW, w tym przede wszystkim dotyczących LOLR, odniósł się T. Padoa-Schioppa (1999; 2004, s. 115–118) – wieloletni członek zarządu EBC. Po pierwsze, ocenił, że krytycy, w tym autorzy przywoływanego wyżej raportu MFW, posługują się „przestarzałym” pojęciem LOLR. W jego opinii runy na banki, opisywane przez W. Bagehota, mogą pojawić się jedynie w podręcznikach akademickich, jako że od XIX wieku w gospodarkach rozwiniętych wprowadzono wiele środków przeciwdziałających masowemu wycofywaniu wkładów przez deponentów, takich jak: systemy gwarantowania depozytów, wymogi kapitałowe dla banków czy też usprawnione standardy licencjonowania i nadzoru ostrożnościowego nad bankami. Za jeszcze mniej prawdopodobne T. Padoa-Schioppa uznał nagłe wycofanie nieubezpieczonych depozytów międzybankowych, ponieważ podmioty tego segmentu rynku pieniężnego są lepiej poinformowane niż deponenci i taka ich reakcja znajduje uzasadnienie w silnym podejrzeniu niewypłacalności banku. Jeżeli to podejrzenie okazałoby się jednak niesłuszne, to szerokość i głębokość dzisiejszego rynku międzybankowego prawdopodobnie spowodowałyby, że inne instytucje weszłyby w miejsce tych, które wycofały swoje środki. W tym kontekście, jak przekonywał dalej autor, jednolity rynek pieniężny po wprowadzeniu euro zmniejsza ryzyko płynności banku ze względu na wzrost liczby potencjalnych źródeł środków. Dodatkowo jego argumentację miał wesprzeć fakt, że w dekadach poprzedzających powstanie strefy euro interwencje LOLR na rzecz pojedynczych wypłacalnych instytucji w krajach uprzemysłowionych należały do rzadkości. Po drugie, założywszy, że taka rzadka sytuacja może mieć jednak miejsce, T. Padoa-Schioppa wskazał, że Eurosystem jest przygotowany do działania. W jego ocenie wyraźne zapewnienie o gotowości do udzielenia pomocy powinno być dla rynków wystraszające. On także odwołał się do zasady konstruktywnej niejednoznaczności, wskazując, że proceduralne i operacyjne szczegóły dotyczące ELA nie powinny być podawane do publicznej wiadomości. Inaczej jednak niż M. Aglietta, T. Padoa-Schioppa uważał, że znajomość tożsamości LOLR w strefie euro jest irrelevantna. Ponadto, zdaniem autora, w awaryjne sytuacje wpisane są nowe i nieoczekiwane zdarzenia. Oznacza to, że odpowiedź banku centralnego dopuszcza, a czasem wręcz wymaga odejścia od zasad i procedur stosowanych w „normalnych” czasach bądź przy poprzednich kryzysach. Tym samym argumentowanie na rzecz pełnej jawności i ustanowienia *ex ante* warunków wsparcia płynnościowego (*rule-based policies*) nie jest słuszne. Udzielenie pełnej informacji na temat przyjętych procedur i podjętych działań może być właściwe *ex post*, ale jest niepotrzebne i nieuzasadnione *ex ante*.

Kolejna kwestia, którą podnosili krytycy rozwiązań w zakresie zarządzania kryzysem w strefie euro dotyczy pomocy płynnościowej dla banków działających transgranicznie. L. Bini Smaghi (1999, s. 243–244) wskazywał, że w warunkach

zintegrowanego rynku finansowego KBC nie będą w stanie ocenić systemowych konsekwencji kryzysu, który rozpocznie się na poziomie krajowym. Nawet jeżeli kryzys płynności wystąpi w banku o mniejszym znaczeniu (ang. *a bank of secondary importance*), może on wpłynąć na cały rynek finansowy w strefie euro. Ponadto, w ocenie autora, KBC mogą okazać się bardziej skłonne do udzielenia wsparcia płynnościowego dla banków doświadczających problemów nie z płynnością, ale wypłacalnością. Dotyczy to w szczególności tych z nich, które zaangażowane są w nadzór nad rynkiem finansowym. Równocześnie, jak kontynuował L. Bini Smaghi, EBC we własnym zakresie nie może zdecydować o udzieleniu ELA na rzecz jednego albo kilku lokalnych banków, ponieważ nie jest w stanie ocenić ich wypłacalności. Wprawdzie EBC mógłby polegać na ocenie krajowych instytucji nadzorczych, ale może ona okazać się niewystarczająca lub nieobiektywna. Przykładowo, instytucje te mogłyby być skłonne do deklarowania wypłacalności banku, który w rzeczywistości nie jest wypłacalny, chcąc w ten sposób umożliwić mu pozyskanie tymczasowego wsparcia z Eurosystemu.

Dylematy związane z problemami instytucji działających transgranicznie były także przedmiotem rozważań X. Vivesa (2001, s. 68–69). Zwrócił on uwagę na kilka kwestii.

- 1) konflikt między krajem macierzystym a goszczącym w kryzysie transnarodowym – banki centralne lub instytucje regulujące rynek finansowy będą, co do zasady, przywiązywać zbyt małą wagę do problemów zagranicznych klientów krajowych banków albo systemowych problemów, które mogą pojawić się poza ich krajem,
- 2) nadmierny interwencjonizm władz krajowych – krajowe władze będą bardziej podatne na presję krajowych grup interesów, mających na celu wymuszenie pomocy dla doświadczających problemów jednostek, w tym w szczególności instytucji uważanych (w tym kraju) za zbyt duże by upaść²⁴,
- 3) niewystarczającą pomoc w czasie kryzysu – upadek dużej krajowej instytucji może – przez sieć powiązań międzybankowych – pociągnąć za sobą szereg negatywnych konsekwencji dla podmiotów zagranicznych, tak że wsparcie płynnościowe właściwego krajowego banku centralnego może okazać się niewystarczające, by powstrzymać kryzys,
- 4) kwestię fiskalną – w razie bankructwa dużej transnarodowej instytucji powstaje problem podziału strat między władzami fiskalnymi kraju i zagranicy (w sytuacji, kiedy kredyt w ramach zasilenia awaryjnego przyniósł stratę).

Vives (2001, s. 70–71) uważał, że stabilność systemu finansowego w UGiW może zagwarantować jedynie ESBC, a w szczególności EBC. Postulował, by wyraźnie

²⁴ Podobne stanowisko zajął H. Huizinga (2003, s. 325), wskazując, że krajowe instytucje nadzoru mogą stać się „zakładnikami” krajowych banków uznawanych za zbyt duże, by upaść.

określić, kiedy decyzja o interwencji będzie należała do EBC, a kiedy do właściwego KBC. Opowiadał się również za przyznaniem pewnych kompetencji nadzorczych EBC, tak by mógł on skutecznie realizować funkcję LOLR.

Konflikt interesów między krajem macierzystym a goszczącym w przypadku problemów z płynnością banku działającego transgranicznie, który rozważali L. Bini Smaghi oraz X. Vives, został szczegółowo zbadany przez O. Szczepańską (2008, s. 215–217). Dokonała ona analizy bodźców do podjęcia współpracy w zakresie zarządzania kryzysem między bankiem centralnym kraju macierzystego a bankiem centralnym kraju goszczącego w zależności od oceny systemowego znaczenia banku (zarówno w kraju macierzystym, jak i goszczącym) oraz formy prawnej, w jakiej działa on poza granicami kraju macierzystego²⁵. Tabela 5 przedstawia możliwe warianty zachowań banków centralnych.

Jak zostało syntetycznie ujęte w tabeli 5, banki centralne będą skłonne współpracować wtedy, kiedy bank będzie systemowy zarówno w kraju macierzystym, jak i goszczącym, niezależnie od tego, czy działa on w formie oddziału czy też filii. Łączy je bowiem identyczny cel – stabilność krajowego systemu finansowego. Czytelna jest także sytuacja, kiedy bank nie jest systemowy ani w kraju, ani za granicą. Wówczas ocenia się, że jego ewentualny upadek nie pociągnie za sobą skutków systemowych. W pozostałych przypadkach zachowanie każdego z banków centralnych będzie inne. Jeżeli bank jest systemowy w kraju macierzystym, a nie jest w kraju goszczącym, interwencja zostanie przeprowadzona przez bank centralny kraju macierzystego. Będzie miał on dostęp do informacji o kondycji całej grupy bankowej od nadzorcy macierzystego, będącego równocześnie nadzorcą konsolidującym²⁶. W przypadku kiedy bank nie jest systemowy w kraju macierzystym, ale jest w kraju goszczącym, reakcja banku centralnego kraju goszczącego będzie w dużej mierze zależała od formy prawnej, w jakiej bank działa w jego kraju. Jeżeli jest to filia, to będzie mógł on przeprowadzić interwencję. Filia znajduje się pod nadzorem właściwej instytucji nadzoru w kraju goszczącym. Możliwe jest zatem uzyskanie informacji o wypłacalności filii. Jeżeli jednak bank działa poza

25 Szczepańska (2008, s. 215, przypis 490) uznaje bank za systemowy wówczas, gdy może on kreować ryzyko systemowe (w przeciwnym wypadku bank jest niesystemowy). Odnosząc się krótko do różnic między oddziałem a filią, oddział stanowi integralną część grupy bankowej. Ryzyko związane z upadłością oddziału ponoszone jest przez bank macierzysty oraz jego system gwarantowania depozytów. Nadzór nad oddziałem sprawuje właściwa instytucja nadzoru w kraju macierzystym. Z kolei filia stanowi odrębny podmiot wobec banku macierzystego. Oznacza to, że kondycja finansowa banku macierzystego i jego filii może być różna. Filia otrzymuje licencję na podjęcie działalności od właściwej instytucji nadzoru w kraju goszczącym. Podlega ona nadzorowi kraju goszczącego, a także należy do jego systemu gwarantowania depozytów (por. też Vollmer, 2009, s. 64).

26 Nadzorca konsolidujący może wymagać odpowiedniej informacji od właściwej instytucji nadzoru w kraju goszczącym.

granicami kraju macierzystego w formie oddziału, to bank centralny kraju goszczącego napotka na problem w zakresie dostępu do informacji nadzorczej. Bank centralny kraju goszczącego ma ograniczoną możliwość działania na rzecz ochrony systemu finansowego w swoim kraju. W tej sytuacji zagrożona jest stabilność systemu finansowego kraju goszczącego.

Tabela 5. Bodźce do podjęcia współpracy przez banki centralne kraju macierzystego i goszczącego w zależności od oceny systemowej banku i formy prawnej, w której bank działa w kraju goszczącym (oddział/filia)

		Kraj goszczący			
		Oddział systemowy	Filia systemowa	Oddział niesystemowy	Filia niesystemowa
Kraj macierzysty	Bank systemowy	Współpraca Banki centralne obu krajów prawdopodobnie podejmą współpracę, ponieważ mają identyczny cel – stabilność ich krajowych systemów finansowych.	Współpraca Banki centralne obu krajów prawdopodobnie podejmą współpracę, ponieważ mają identyczny cel – stabilność ich krajowych systemów finansowych.	Brak bodźców do współpracy dla kraju goszczącego. Interwencja banku centralnego kraju macierzystego.	Brak bodźców do współpracy dla kraju goszczącego. Interwencja banku centralnego kraju macierzystego.
	Bank niesystemowy	Konflikt Bank centralny kraju macierzystego nie ma bodźców do współpracy. Z kolei bank centralny kraju goszczącego nie ma dostępu do informacji nadzorczej, niezbędnej do podjęcia działania.	Brak bodźców do współpracy kraju macierzystego. Bank centralny kraju goszczącego może sam przeprowadzić interwencję, ponieważ filia stanowi odrębny podmiot pod nadzorem kraju goszczącego.	Brak potrzeby interwencji w ocenie obu banków centralnych. Zakłada się, że ewentualny upadek banku nie spowoduje skutków systemowych.	Brak potrzeby interwencji w ocenie obu banków centralnych. Zakłada się, że ewentualny upadek banku nie spowoduje skutków systemowych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Nieto, Schinasi, 2007, s. 8 oraz Szczepańska, 2008, s. 216.

Kwestia koordynacji realizacji funkcji LOLR przez kraje strefy euro wobec grupy bankowej stała się przedmiotem rozważań G. Schinasiego i P. Teixeira (2006, s. 16–17). W szczególności zastanawiali się oni nad możliwością zastosowania w UGiW rozwiązań w zakresie zarządzania kryzysem, które wprowadziły kraje nordyckie. Opierają się one na Memorandum of Understanding (MoU) między

nordyckimi bankami centralnymi, dotyczącym sytuacji kryzysu banku, który prowadzi swoją działalność w przynajmniej dwóch krajach – sygnatariuszach MoU. W sytuacji kryzysu przewiduje ono powołanie grupy zarządzania kryzysem (ang. *crisis management group*) przez zaangażowane banki centralne (pod kierownictwem banku centralnego kraju, w którym mieści się siedziba grupy bankowej). Rola takiej grupy sprowadza się do gromadzenia i analizowania informacji o kondycji finansowej grupy bankowej w kontekście potencjalnych implikacji systemowych. Główną zaletą „nordyckiego modelu” jest to, że ogranicza on asymetrię informacji między bankami centralnymi i pozwala na przeprowadzenie skoordynowanych operacji. Autorzy poddali jednak w wątpliwość szanse przeniesienia rozwiązań nordyckich na grunt strefy euro, wskazując na jej słabe – w porównaniu z nordyckimi – powiązania systemowe, a także językowe i kulturalne. Tę pesymistyczną ocenę podzielił U. Vollmer (2009, s. 65), który dodatkowo zwrócił uwagę, że nordycki model koordynacji może się sprawdzić jedynie w przypadku małej grupy krajów. Z kolei licząca dziesięć członków strefa euro może mieć problemy z szybkim podjęciem skoordynowanych decyzji.

W istocie w UE podejmowano próby wypracowania reguł postępowania na wypadek ujawnienia się problemów instytucji kredytowych/grup bankowych działających transgranicznie. W tym celu zawierane były porozumienia o współpracy (MoU), które przede wszystkim dotyczyły kwestii wymiany informacji. MoU z 2003 roku podpisane zostało przez instytucje nadzorcze oraz banki centralne, natomiast w MoU z 2005 roku, które stanowiło niejako uzupełnienie pierwszego porozumienia, grupa sygnatariuszy została poszerzona o ministerstwa finansów. Kolejne MoU zostało zawarte w 2008 roku, czyli już po wybuchu ostatniego kryzysu. Jak się jednak ocenia, podejście UE do zarządzania kryzysem w układzie transgranicznym okazało się mało skuteczne, głównie ze względu na niewiążący prawnie charakter MoU (NBP, 2014, s. 71).

Kończąc ten podrozdział, należy podkreślić, że od wybuchu ostatniego kryzysu w UGiW zarówno na poziomie krajowym, jak i ponadnarodowym przeprowadzono wiele reform w zakresie nadzoru finansowego oraz zarządzania kryzysem. Są one dobrze opisane w polskiej literaturze (por. np. Smaga, 2014; Zaleska, 2015; Dudkiewicz, 2016). Dlatego też część przedstawionych wyżej argumentów wymaga ponownego rozważenia i oceny. Motywem towarzyszącym przywołaniu argumentów sprzed wybuchu ostatniego kryzysu była chęć zwrócenia uwagi, że przyjęte w strefie euro rozwiązania w obszarze LOLR były ważnym przedmiotem toczącej się debaty na temat mechanizmów jej funkcjonowania. Uznano, że przybliżenie tej debaty, obok uwarunkowań instytucjonalno-prawnych funkcjonowania EBC, będzie stanowiło dobry punkt wyjścia do analizy działań antykryzysowych tej instytucji w kontekście realizacji funkcji LOLR.

Podsumowanie

Podsumowując rozważania przedstawione w rozdziale drugim, można wskazać na trzy zasadnicze kwestie:

1. EBC otrzymał mandat do stabilizowania cen w strefie euro. Wydaje się, że zdecydowały o tym zarówno względy natury politycznej (warunek pozyskania Niemiec do wspólnego projektu budowania unii walutowej w Europie), jak i dominujący w tamtym okresie konsensus teoretyczny, zgodnie z którym stabilność cen jest najlepszym wkładem, jaki polityka pieniężna może wnieść w zapewnienie stabilności makroekonomicznej. Równocześnie, jak zostało wykazane, EBC był skuteczny w realizacji założonego celu.
2. Rola EBC w działaniach na rzecz stabilności finansowej została przez autorów traktatu z Maastricht ograniczona do minimum. Odnosząc się bezpośrednio do funkcji LOLR w strefie euro, tożsamość instytucji odpowiedzialnej za jej realizację nie została określona zapisami traktatu z Maastricht. EBC od samego początku swojej działalności interpretował taki stan rzeczy jako pozbawienie funkcji LOLR na poziomie krajowym – to jest w KBC. Jednocześnie wskazywał, że operacje ELA powyżej pewnego limitu – ze względu na możliwy wpływ na jednolitą politykę pieniężną EBC – wymagają konsultacji z Radą Prezesów. Taką interpretację zdają się potwierdzać statuty lub właściwe akty prawne części krajowych banków centralnych Eurosystemu, które wskazują na możliwość realizacji funkcji LOLR. Z drugiej strony przedstawione opinie prawne nie zawsze są tożsame z wykładnią EBC.
3. Rozwiązania w zakresie stabilności finansowej, w tym przede wszystkim dotyczące funkcji LOLR, były przedmiotem krytyki od początku funkcjonowania strefy euro. W szczególności podnoszono brak kompetencji EBC w zakresie nadzoru nad systemem bankowym, niejednoznaczność dotyczącą tożsamości LOLR, a także nierozwiązaną kwestię udostępniania pomocy płynnościowej dla banków działających transgranicznie.

3. EBC jako pożyczkodawca ostatniej instancji w okresie kryzysu strefy euro

Wstęp

Celem rozdziału trzeciego jest zbadanie działań antykryzysowych EBC w kontekście realizacji funkcji LOLR w strefie euro. Pozwoli to odpowiedzieć na pytanie o to, czy EBC wszedł w rolę LOLR w okresie od sierpnia 2007 do grudnia 2014 roku i – jeżeli tak – to w jakim zakresie, to jest wobec jakich podmiotów i na jakich warunkach.

Niniejszy rozdział składa się z czterech głównych części. W pierwszej przedstawiony jest przebieg kryzysu w strefie euro w latach 2007–2014 z uwzględnieniem trzech faz: zawirowań finansowych, kryzysu finansowego oraz kryzysu zadłużeniowego. Ogólny opis rozwoju kryzysu w strefie euro służy nakreśleniu kontekstu działań podejmowanych przez EBC w analizowanym okresie.

Część druga zawiera krótką charakterystykę sposobów zarządzania kryzysem przez bank centralny. Stanowi ona pewne uzupełnienie rozdziału pierwszego, w którym zaprezentowano teoretyczne rozważania na temat funkcji LOLR, nie odnosząc się jednak do metod jej realizacji.

W części trzeciej dokonany jest szczegółowy opis działań antykryzysowych, które EBC wprowadzał w okresie od sierpnia 2007 do grudnia 2014 roku. W pierwszej kolejności omówiona jest polityka stopy procentowej. Następnie przedstawione są elementy nadzwyczajnego wsparcia kredytowego, stanowiącego pakiet działań ukierunkowanych na dostarczenie płynności do sektora bankowego UGiW. W dalszej kolejności scharakteryzowane są programy skupu aktywów: *Covered Bond Purchase Programme*, *Securities Markets Programme*, *Outright Monetary Transactions* oraz *Asset-Backed Securities Purchase Programme*.

W części czwartej dokonana jest ocena działań antykryzysowych EBC pod kątem realizacji funkcji LOLR. Zaprezentowane są liczne opinie ekonomistów,

wskazujące na brak w literaturze zgody dotyczącej tego, czy EBC stał się LOLR w czasie kryzysu. Wydaje się, że większość autorów uznaje, że EBC wszedł w rolę LOLR. Jednocześnie ich oceny, kiedy to nastąpiło, są rozbieżne.

3.1. Fazy kryzysu w strefie euro¹

Globalny kryzys finansowy XXI wieku znajduje swój początek w wybuchu paniki na amerykańskim rynku międzybankowym latem 2007 roku. Swoim zasięgiem objął on zarówno gospodarki rozwinięte, jak i rynki wschodzące. Analizując przebieg kryzysu w strefie euro, można wyszczególnić kilka jego etapów. Na podstawie periodyzacji zaproponowanych przez F. Drudiego, A. Durrégo i F. Mongelliego (2012, s. 4–12) oraz P. Cour-Thimanna i B. Winklera (2013, s. 10), które częściowo uzupełniono, w latach 2007–2014 wyodrębniono następujące fazy²:

1. Faza zawirowań finansowych (ang. *period of financial turmoil*). Początek tej fazy datuje się na 9 sierpnia 2007 roku, kiedy to francuski bank BNP Paribas oznajmił, że zawiesza wypłaty z trzech funduszy inwestujących na rynku obligacji zabezpieczonych kredytami hipotecznymi podwyższonego ryzyka w Stanach Zjednoczonych, ze względu na trudności z wyceną ich aktywów. W sytuacji niepewności dotyczącej skali zaangażowania europejskich banków na amerykańskim rynku kredytów *subprime*, doszło do napięć na rynku międzybankowym w strefie euro. Spadek zaufania między instytucjami kredytowymi oraz wzrost awersji do ryzyka znalazły odzwierciedlenie w gwałtownym wzroście rozpiętości między stopami dla transakcji niezabezpieczonych i zabezpieczonych rynku pieniężnego, szczególnie dla dłuższych terminów zapadalności (dla przykładu, trzymiesięczny spread między stopą EURIBOR a kwotowaniami kontraktów OIS, który w pierwszej połowie 2007 roku nie przekraczał 10 punktów bazowych, od sierpnia 2007 roku osiągał wartości z przedziału 40–90 punktów bazowych). W wyniku wzrostu popytu na płynność, połączonego ze spadkiem zaufania między kontrahentami, duża część banków zaczęła gromadzić nadmierną płynność (ang. *liquidity hoarding*) i doszło do istotnego spadku ogólnej płynności rynku (EBC, 2008e, s. 44). W omawianej fazie kryzysu perspektywy gospodarcze dla strefy euro oceniano jako względnie stabilne (z ryzykiem dla wzrostu dynamiki cen).

1 Por. Stawasz-Grabowska, Grabowski, 2018, s. 17–20.

2 Szczegółowy opis przebiegu globalnego kryzysu finansowego XXI wieku w strefie euro oraz i badanie jego przyczyn wykracza poza ramy niniejszej pracy (więcej na ten temat można znaleźć np. w Albiński, 2014). W tym miejscu nakreślono kontekst działań antykryzysowych EBC, które zostaną omówione w dalszej części rozdziału trzeciego.

2. Faza kryzysu finansowego (ang. *financial crisis*). Za jej początek uznaje się 15 września 2008 roku, kiedy to amerykański bank Lehman Brothers ogłosił upadłość³. Z uwagi na jego wielkość (czwarty największy bank inwestycyjny w Stanach Zjednoczonych), a także zasięg działalności (prawie trzy tysiące spółek zależnych na całym świecie), jego bankructwo miało duże znaczenie systemowe (Konopczak, Sieradzki, Wiernicki, 2010, s. 56). Wydarzenie to, będące gigantycznym zaskoczeniem dla całego świata finansów, zachwiało powszechnie panującym przekonaniem, że istnieją instytucje zbyt duże/ważne, by upaść. Niemalże równocześnie ujawniły się problemy wielu innych amerykańskich instytucji finansowych (można tu przykładowo wskazać czołowego ubezpieczyciela AIG, który został awaryjnie dokapitalizowany przez rząd Stanów Zjednoczonych, czy też największą kasę oszczędnościowo-kredytową Washington Mutual, którą przejęła federalna agencja regulacyjna). W efekcie napięcia na rynkach finansowych krajów rozwiniętych nasiliły się. W strefie euro odnotowano gwałtowny wzrost stóp procentowych niezabezpieczonych transakcji rynku pieniężnego, szczególnie dla dłuższych terminów zapadalności. Zwiększył się także spread między stopami niezabezpieczonych i zabezpieczonych transakcji (rozpiętość między EURIBOR a OIS 3M, przybliżająca premię za ryzyko kredytowe na rynku międzybankowym, osiągała w drugiej połowie 2008 roku poziom około 200 punktów bazowych). Na przestrzeni 2009 roku napięcia na rynku pieniężnym strefy euro stopniowo się zmniejszały, o czym świadczył zarówno spadek stóp procentowych, jak i rozpiętości między nimi (EBC, 2009b, s. 38–39; 2010g, s. 42). W analizowanej fazie kryzys finansowy przeniósł się do gospodarki realnej. W okresie od września 2008 do marca 2009 roku doszło do silnego spadku globalnej produkcji oraz wyraźnego zmniejszenia się obrotów handlowych, określanego w literaturze mianem wielkiego załamania handlu (ang. *Great Trade Collapse of 2008–09*). Pogorszenie się koniunktury gospodarczej w Stanach Zjednoczonych szybko wpłynęło na sytuację w strefie euro, jako że USA są jej głównym partnerem gospodarczym, zarówno w dziedzinie przepływów towarowych, jak i kapitałowych. Roczne tempo wzrostu PKB w strefie euro utrzymywało się na ujemnym poziomie od trzeciego kwartału 2008 roku do końca 2009 roku, przy czym w drugiej połowie 2009 roku skala spadku wyraźnie się zmniejszyła (według danych Eurostatu w 2009 roku PKB strefy euro obniżył się o 4,5% r/r)⁴.

3 Lehman Brothers był silnie zaangażowany na rynku MBS (papiery wartościowe pod zastaw należności zabezpieczonych hipotecznie), których zakupy finansował, zaciągając krótkoterminowe pożyczki (Kindleberger, Aliber, 2011, s. 257).

4 EBC (2010e, s. 70) wyszczególnia odrębną fazę tymczasowej poprawy sytuacji na rynku finansowym (ang. *temporary improvements in financial market conditions*) w związku z poprawą warunków finansowania w UGiW na przestrzeni 2009 roku.

3. Faza kryzysu zadłużeniowego (ang. *sovereign debt crisis*). Początek tej fazy przypada na przełom lat 2009/2010. W reakcji na eskalację kryzysu finansowego, która nastąpiła po ogłoszeniu upadłości przez bank Lehman Brothers, rządy krajów strefy euro zaangażowały się w pomoc dla swoich sektorów finansowych (gwarancje rządowe dla pożyczek międzybankowych oraz nowych emisji dłużnych papierów wartościowych przez instytucje kredytowe, dokapitalizowanie instytucji finansowych itp.), a także wprowadzały pakiety stymulacyjne w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego. W warunkach wyraźnego spadku PKB oraz pogorszenia sytuacji budżetowej interwencje rządowe stanowiły jednak znaczne obciążenie dla finansów publicznych wielu krajów UGiW. Punktem zapalnym okazała się Grecja, w której jesienią 2009 roku odbyły się wybory parlamentarne. Nowo wybrany rząd G. Papandreou zszokował partnerów europejskich i uczestników międzynarodowych rynków finansowych, ujawniając, że poprzednie władze fałszowały dane dotyczące kondycji fiskalnej tego kraju. Ogłoszono przy tym, że deficyt sektora jednostek rządowych i samorządowych w 2009 roku wyniesie 12,7% PKB, czyli będzie o 9 pkt proc. wyższy niż zakładano w notyfikacji fiskalnej z kwietnia 2009 roku (Ministerstwo Finansów, 2010, s. 14). W świetle tych informacji agencje ratingowe zaczęły obniżać oceny wiarygodności kredytowej Grecji (jako pierwsza rating „śmieciowy” Grecji nadała agencja Standard & Poor’s pod koniec kwietnia 2010 roku). Doszło do spadku cen greckich aktywów finansowych. Na początku maja 2010 roku różnica między rentownościami dziesięcioletnich obligacji skarbowych Grecji a rentownościami odpowiednich walorów niemieckich przekroczyła poziom 1000 punktów bazowych (przed wystąpieniem napięć w sierpniu 2007 roku obligacje skarbowe krajów UGiW były postrzegane w kategoriach bliskich substytutów, tj. różnice w rentownościach były niewielkie – kształtowały się na poziomie kilku–kilkudziesięciu punktów bazowych). Znacznego wzrostu oprocentowania obligacji skarbowych doświadczyły również Irlandia i Portugalia. Zaburzenia na rynku obligacji skarbowych w strefie euro nasilały się od drugiego kwartału 2011 roku, co wiązało się z rosnącymi obawami uczestników rynku o stabilność finansów publicznych części krajów UGiW, kolejnymi obniżkami ratingów tych krajów, a także negatywną oceną działań rządów w odpowiedzi na kryzys zadłużeniowy, które powszechnie uważano za niewystarczające. Na początku czerwca 2011 roku różnice w rentownościach dziesięcioletnich obligacji skarbowych Grecji, Irlandii i Portugalii a odpowiednich walorów niemieckich były średnio o 500 punktów bazowych wyższe niż w maju 2010 roku.

Napięcia na rynku długu sektora publicznego odnotowano także w większych krajach, to jest w Hiszpanii i we Włoszech. Jednocześnie ujawniły się negatywne sprzężenia zwrotne między kondycją sektora finansów publicznych w poszczególnych krajach strefy euro a sytuacją ich sektorów bankowych. Spadek cen obligacji skarbowych peryferyjnych krajów UGiW wpłynął negatywnie na bilanse banków, które miały je w swoich portfelach. Przede wszystkim dotyczyło to banków z tej grupy krajów, jako że większość posiadanych przez nie obligacji skarbowych stanowiły obligacje krajowe (na koniec 2011 r. było to 81% w przypadku Hiszpanii, 65% – Irlandii, 60% – Grecji, 50% – Włoch, 49% – Portugalii – Gómez-Puig, Sosvilla-Rivero, Singh, 2015, s. 9). W tej sytuacji inwestorzy zaczęli wyrażać obawy o wypłacalność części instytucji kredytowych w strefie euro. Banki z Grecji, Irlandii i Portugalii utraciły dostęp do hurtowych rynków pieniężnych i rynków obligacji. Na rynku międzybankowym strefy euro doszło do ponownego wzrostu różnicy między oprocentowaniem dla transakcji niezabezpieczonych i zabezpieczonych. Na rynku kapitałowym banki praktycznie wstrzymały emisje obligacji niezabezpieczonych. Przełomowy dla sytuacji na rynku obligacji skarbowych okazał się rok 2012. Przez pierwszą jego część rentowności obligacji skarbowych peryferyjnych krajów UGiW nadal rosły. Wyraźny trend spadkowy zaobserwowano od drugiej połowy 2012 roku, co można łączyć z zapowiedzią EBC dotyczącą wprowadzenia programu bezwarunkowych transakcji monetarnych (ang. *Outright Monetary Transactions*). W szczególności program OMT przewidywał możliwość prowadzenia przez EBC nieograniczonego skupu na rynkach wtórnych obligacji skarbowych krajów strefy euro o terminach zapadalności do trzech lat. Odnosząc się do sytuacji w sferze realnej w omawianej fazie kryzysu, w pierwszym kwartale 2010 roku w strefie euro odnotowano dodatnią dynamikę rocznego PKB, która utrzymywała się przez osiem kolejnych kwartałów, przy czym w 2011 roku ożywienie słabło. W 2012 roku strefa euro ponownie znalazła się w recesji, która była jednak łagodniejsza niż ta z fazy kryzysu finansowego (w 2012 r. PKB strefy euro obniżył się o 0,9% r/r). W 2013 roku strefa euro znajdowała się w stagnacji, a w 2014 roku odnotowano dodatnie tempo wzrostu gospodarczego (0,8% r/r).

3.2. Instrumenty dostarczania płynności przez bank centralny

W rozdziale pierwszym przedstawiono ewolucję poglądów na temat funkcji LOLR. Niewiele uwagi poświęcono natomiast sposobom jej realizacji. Dlatego też przed przystąpieniem do analizy poszczególnych działań antykryzysowych EBC⁵ pod kątem realizacji omawianej funkcji w strefie euro scharakteryzowane zostaną środki wykorzystywane przez banki centralne w procesie zarządzania kryzysem. W tym celu wykorzystana zostanie typologia opracowana przez U. Bindseila.

Chcąc uniknąć konieczności odnoszenia się do różnych definicji ELA i LOLR w literaturze, U. Bindseil (2007, s. 3) posługuje się szerszym pojęciem – zarządzanie kryzysem finansowym przez bank centralny (ang. *central bank financial crisis management* – FCM). Analizując różne sposoby, przez które bank centralny może awaryjnie dostarczyć płynność do całego systemu bankowego bądź do pojedynczych banków komercyjnych, dokonuje on podziału środków FCM na trzy podstawowe grupy (por. tabela 6):

- 1) środki dostępne dla wszystkich uprawnionych kontrahentów (ang. *equal access FCM measures*),
- 2) środki przeznaczone dla pojedynczych banków (ang. *individual access FCM measures*),
- 3) organizacja dostarczenia wsparcia płynnościowego (bądź dokapitalizowania) przez inne instytucje finansowe.

Tabela 6. Typologia środków FCM według U. Bindseila

(1) Środki dostępne dla wszystkich uprawnionych kontrahentów	(1a) Dostarczenie dodatkowej płynności w ramach operacji otwartego rynku
	(1b) Obniżenie stopy kredytu w banku centralnym
	(1c) Poszerzenie listy aktywów akceptowanych jako zabezpieczenia w operacjach kredytowych z bankiem centralnym
	(1d) Wykorzystanie operacji niestandardowych (inne środki równego dostępu)
(2) Środki przeznaczone dla pojedynczych banków	
(3) Organizacja wsparcia płynnościowego (bądź dokapitalizowania) przez inne instytucje finansowe	

Źródło: Bindseil, 2007, s. 5.

Poniżej przedstawiona zostanie charakterystyka tych środków oraz ich podrodzajów (por. Bindseil, 2007):

5 Jak wskazano w rozdziale drugim, politykę pieniężną w strefie euro prowadzą EBC i KBC, czyli Eurosystem. Pamiętając, że chodzi o wspólne decyzje tych instytucji, w celu uproszczenia nazewnictwa w dalszej części pracy będzie mowa o „polityce EBC”. Przypadki indywidualnych decyzji KBC będą wskazane.

1. Środki dostępne dla wszystkich uprawnionych kontrahentów – ten rodzaj środków jest adresowany do wszystkich kontrahentów uczestniczących w operacjach banku centralnego (ang. *for all relevant counterparties of the central bank*). Ich istota sprowadza się do dostarczenia płynności bądź zmiany warunków jej pozyskania na tych samych zasadach dla wszystkich kontrahentów:
 - a) Dostarczenie dodatkowej płynności w ramach operacji otwartego rynku. W warunkach napięć na rynkach finansowych banki zgłaszają popyt na dodatkową płynność. Jeżeli nie zostanie on zaspokojony przez bank centralny, to można spodziewać się wzrostu stóp procentowych na rynku międzybankowym. Z perspektywy stabilności systemu finansowego można wskazać kilka powodów, dla których w czasie kryzysu bank centralny może zdecydować się na zastosowanie tego środka. Po pierwsze, pokazuje on swoją gotowość do działania. Po drugie, dostęp do dodatkowej, taniej płynności w ramach operacji otwartego rynku może skłonić część banków komercyjnych, będących w relatywnie dobrej sytuacji (tj. nieodnotowujących problemów płynnościowych) do udostępniania swoich środków na rynku międzybankowym tym bankom, które doświadczają problemów. Po trzecie, operacje otwartego rynku mogą pozwolić niektórym bankom uniknąć konieczności skorzystania z kredytu na koniec dnia w banku centralnym, co może być stygmatyzowane. Niemniej jednak przez swoją „aktywną” politykę bank centralny może wzbudzić podejrzenie, że dysponuje on niekorzystnymi informacjami na temat rynku, których sam rynek jeszcze nie posiada.
 - b) Obniżenie stopy kredytu w banku centralnym. Podobnie jak w przypadku wprowadzenia środka (1A), zawężenie spreadu między stopą kredytu a podstawową stopą banku centralnego świadczy o jego aktywnej postawie. Nawet nieznaczne obniżenie stopy kredytu oznacza pewną redukcję kosztów dla banków komercyjnych. Ponadto, jak wskazuje U. Bindseil (2007, s. 35), obniżając stopę kredytu, bank centralny może próbować przekonać banki do skorzystania z tego środka i odejścia od stygmatyzowania tych podmiotów, które po niego sięgają. Wadą omawianego rozwiązania może być osłabienie bodźców do reaktywacji międzybankowego rynku pieniężnego.
 - c) Poszerzenie listy aktywów akceptowanych jako zabezpieczenia w operacjach kredytowych z bankiem centralnym. Zastosowanie tego środka może polegać na włączeniu do zbioru kwalifikowanych zabezpieczeń nowych klas aktywów (np. obligacji bankowych, bonów komercyjnych, należności kredytowych) lub obniżeniu wymogów w zakresie oceny jakości

kredytowej istniejących kategorii aktywów kwalifikowanych (np. przez redukcję minimalnego ratingu kredytowego z poziomu „A” do poziomu „BBB”). W przeciwieństwie do środków (1A) i (1B) nie ma wątpliwości co do skuteczności tego rozwiązania; nie polega ono jedynie na wykazaniu proaktywnej postawy banku centralnego. Jego efektywność jest tym wyższa, im większy jest przyrost aktywów kwalifikowanych i im znaczniejsza jego część jest w posiadaniu banków, które – bez wprowadzenia omawianego środka – byłyby najbardziej narażone na gwałtowny spadek płynności rynku finansowego (ang. *liquidity squeeze*). W porównaniu do operacji LOLR na rzecz pojedynczych instytucji można wskazać na dwie zalety środka (1C). Po pierwsze, jego wprowadzenie może poprawić sytuację większej liczby banków. Po drugie, unikając podania do wiadomości publicznej nazw instytucji, które z niego korzystają, można zapobiec dalszemu pogorszeniu się nastrojów na rynku. Równocześnie środek (1C) nie jest wolny od wad. Jeżeli bank centralny nie akceptował pewnych klas aktywów jako zabezpieczeń w normalnych warunkach, to miał ku temu powody (np. mogła to być niska płynność tych aktywów w porównaniu do innych aktywów finansowych czy też problemy z ich wyceną), których waga nie zmniejsza się w sytuacji kryzysu. Ponadto bank centralny będzie miał mało doświadczenia z tymi aktywami w warunkach kryzysu, co dodatkowo zwiększy ryzyko operacyjne i finansowe. Problem ten dotyczy również operacji LOLR na rzecz pojedynczych instytucji, jednak w mniejszej skali, ze względu na ich ograniczony charakter (węższy krąg beneficjentów).

- d) Wykorzystanie operacji niestandardowych (inne środki równego dostępu). Przykładem tego typu operacji są porozumienia swapowe zawierane między bankami centralnymi w celu pozyskania płynności walutowej i jej dystrybuowania do krajowych systemów bankowych. Innym ułatwieniem dla banków działających globalnie może być akceptacja aktywów zabezpieczających denominowanych w obcych walutach.
2. Środki przeznaczone dla pojedynczych banków. Decyzja o uruchomieniu tego środka będzie zależała od takich czynników, jak: korzyści społeczne związane z uchronieniem danego banku od sytuacji niepłynności (będą one uwarunkowane wielkością banku i rodzajem jego działalności biznesowej, a także, w pewnym stopniu, kwestią pokusy nadużycia), wielkość luki płynności banku, wartość aktywów, które może on przedstawić jako zabezpieczenie, wartość aktywów netto banku. Podejmując decyzję dotyczącą zastosowania środka (2), bank centralny może popełnić dwa błędy. Po pierwsze, może przyznać pomoc, mimo że nie powinien tego robić (może to wynikać w szczególności

z przeszacowania korzyści społecznych lub wartości zabezpieczeń). Po drugie, może jej nie udzielić, choć wsparcie powinno zostać przyznane (tu z kolei bank centralny może nie doszacować negatywnych konsekwencji swojej decyzji). Wyzwania, przed którymi stoi bank centralny w związku z omawianym środkiem, są następujące:

- a) otrzymane zabezpieczenie będzie niestandardowe, a więc najprawdopodobniej mniej płynne i trudniejsze w wycenie,
 - b) należy uwzględnić kwestię pokusy nadużycia,
 - c) należy odpowiednio zakomunikować fakt udzielenia wsparcia płynnościowego, tak aby nie wpłynąć negatywnie na sentyment rynku.
3. Organizacja wsparcia płynnościowego (dokapitalizowania) przez inne instytucje finansowe. Jak wskazano w rozdziale pierwszym, motywem banku centralnego (lub innych instytucji publicznych) do udzielenia wsparcia płynnościowego (bądź dokapitalizowania) są potencjalne negatywne efekty zewnętrzne upadłości danego banku (ang. *negative externality of a bank failure*). Często działanie banku centralnego w przypadku FCM dla indywidualnego banku (bądź dokapitalizowania) polega na zebraniu grupy instytucji finansowych, które poniosłyby znaczną część kosztów w razie jego upadku, i przekonaniu ich do udzielenia kolektywnego wsparcia.

Ważną kwestią związaną ze środkami FCM jest hazard moralny. Jak zwraca uwagę U. Bindseil (2007, s. 13 i nast.), ryzyko wystąpienia tego problemu jest różne dla poszczególnych środków FCM. Tabela 7 przedstawia podział środków FCM ze względu na ryzyko wystąpienia pokusy nadużycia, związane z ich uruchomieniem.

Tabela 7. Środki FCM a problem pokusy nadużycia

Hazard moralny nie stanowi problemu	Hazard moralny stanowi problem, ale może być ograniczony	Hazard moralny stanowi problem
Środki: • (1A) • (1B) • (1C), pod warunkiem, że problem niedostatku kwalifikowanych aktywów zabezpieczających dotyczy dużej części instytucji sektora bankowego	Środki: • (2) • (3)	Środek (1C), pod warunkiem, że problem z dostępnością kwalifikowanych aktywów zabezpieczających dotyczy wąskiej grupy banków komercyjnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie U. Bindseil, 2007, s. 15–16.

W szczególności pokusa nadużycia nie stanowi ważnej kwestii w przypadku środków (1A) i (1B). Korzyści z ich wprowadzenia mają stać się udziałem całego systemu bankowego. Chcąc rozpatrywać problem pokusy nadużycia w tych dwóch przypadkach, należałoby wskazać na wspólną odpowiedzialność systemu. Jeżeli banki komercyjne kolektywnie podejmowały nieostrożne działania, to odpowiedzialnością należy raczej obciążyć organy nadzoru nad rynkiem finansowym czy też ustawodawcę, ponieważ to oni stworzyli do tego warunki. Podobna argumentacja może być stosowana w przypadku środka (1C), jeżeli problem z dostępnością aktywów zabezpieczających dotyczy dużej części sektora bankowego. Jeżeli jednak jest to mała liczba banków, to pokusa nadużycia staje się ważną kwestią. Wynika to z faktu, że wprowadzenie środka (1C) pozwala uniknąć bankom komercyjnym konieczności zwrócenia się o indywidualne wsparcie płynnościowe do banku centralnego, a dalej negatywnych konsekwencji dla kadry zarządzającej i akcjonariuszy tych instytucji. Odnosząc się do środków (2) i (3) problem hazardu moralnego może być ograniczony, jeżeli zapewni się, że właściciele i menedżerowie banku poniosą odpowiedzialność.

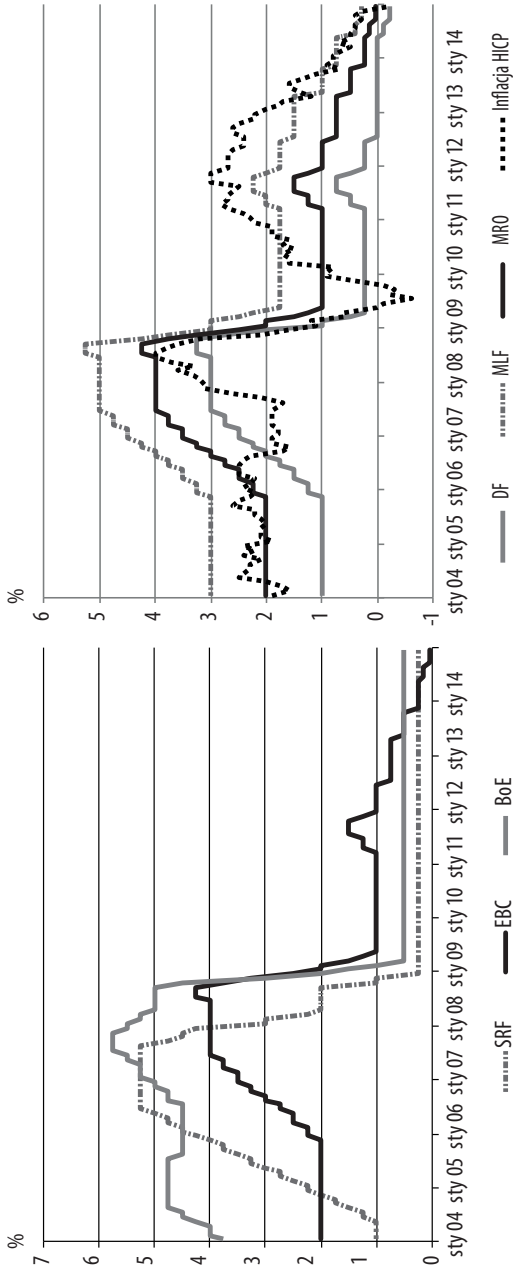
3.3. Działania EBC w czasie kryzysu strefy euro⁶

W tej części rozdziału trzeciego przedstawione zostaną działania antykryzysowe podejmowane przez EBC w okresie od sierpnia 2007 do grudnia 2014 roku. Zostaną one podzielone na trzy grupy: działania z zakresu stopy procentowej, nadzwyczajne wsparcie kredytowe, programy skupu aktywów.

3.3.1. Polityka stopy procentowej

W czasie kryzysu EBC, podobnie jak inne główne banki centralne świata, w tym Bank Anglii i SRF, dokonał serii obniżek stóp procentowych. Jednakże rozpoczął on łagodzenie polityki pieniężnej (w jej konwencjonalnym zakresie) dopiero po upadku banku Lehman Brothers, a więc później niż wskazane banki centralne (por. wykres 6, lewa część). W okresie od października 2008 do grudnia 2014 roku stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących EBC została zredukowana łącznie o 420 punktów bazowych.

⁶ W dalszej części rozdziału trzeciego, o ile nie zostanie to inaczej wskazane, określenie „kryzys” będzie dotyczyło kryzysu opisanego w części 3.1, przy uwzględnieniu wyszczególnionych faz.



Wykres 6. Stopy EBC – na tle stóp innych głównych banków centralnych (lewa część) i korytarz wokół stopy MRO (prawa część) w latach 2004–2014

BoE – Bank Anglii (Bank of England); stopy EBC: DF – oprocentowanie depozytu w banku centralnym (ang. *deposit facility*), MLF – oprocentowanie kredytu w banku centralnym (ang. *marginal lending facility*), MRO – stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących (ang. *main refinancing operations*).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z baz Bloomberg i Eurostat.

W pierwszej fazie kryzysu EBC nie dokonał żadnej obniżki podstawowych stóp procentowych. W lipcu 2008 roku zdecydował się nawet na ich podwyższenie o 25 punktów bazowych. Chciał w ten sposób przeciwdziałać narastającemu ryzyku dla stabilności cen w średnim okresie i wystąpieniu efektów drugiej rundy (EBC, 2009b, s. 18–19). Warto w tym miejscu przypomnieć, że w pierwszej połowie 2008 roku presja inflacyjna w strefie euro istotnie się nasiliła, co było w dużej mierze związane z szybkim wzrostem cen energii na rynkach światowych. Roczna inflacja HICP wzrosła z poziomu 3,2% w styczniu do 4% w czerwcu 2008 roku, osiągając tym samym najwyższy poziom od momentu rozpoczęcia prowadzenia polityki pieniężnej przez EBC. Równocześnie prognozy inflacji dla strefy euro, którymi dysponowała wówczas Rada Prezesów, wskazywały na pozostawanie inflacji HICP istotnie powyżej ilościowej definicji stabilności cen w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

EBC rozpoczął cykl obniżek stóp procentowych po upadku banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 roku – wydarzeniu, po którym zawirowania na rynkach finansowych przekształciły się w pełnowymiarowy kryzys finansowy o charakterze globalnym. Pierwsza redukcja stóp procentowych EBC nastąpiła w ramach skoordynowanej inicjatywy czołowych banków centralnych świata. W dniu 8 października 2008 roku Bank Kanady, Bank Anglii, EBC, SRF, Bank Szwecji i SNB wspólnie zdecydowały o „złagodzeniu globalnych warunków monetarnych”, ogłaszając zsynchronizowane obniżki stóp procentowych (ECB, 2008b). W przypadku EBC oznaczało to cięcie wszystkich podstawowych stóp procentowych o 50 punktów bazowych (ze skutkiem natychmiastowym w odniesieniu do operacji depozytowo-kredytowych i nieco późniejszym wobec podstawowych operacji refinansujących). W warunkach pogłębiającego się kryzysu finansowego, znacznego osłabienia się globalnej aktywności gospodarczej (w tym także w strefie euro) oraz wyraźnego spadku cen na światowych rynkach surowców EBC istotnie łagodził politykę pieniężną. W okresie od listopada 2008 do maja 2009 roku, praktycznie co miesiąc, dokonywał kolejnych obniżek stóp procentowych (jedynie w lutym pozostawił je na niezmiennym poziomie). W ich efekcie stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących oraz stopy kredytu i depozytu w banku centralnym wyniosły odpowiednio 1,00%, 1,75% i 0,25%. Tym samym znalazły się na najniższych poziomach od rozpoczęcia realizacji wspólnej polityki pieniężnej w UGiW.

Do końca pierwszego kwartału 2011 roku, czyli prawie przez dwa lata, EBC utrzymywał stopy procentowe na niezmiennym poziomie. W pierwszej połowie 2011 roku odnotowano nasilenie się presji inflacyjnej w strefie euro, co w dużej mierze było związane z podwyżkami cen surowców (inflacja HICP wzrosła z 2,3% r/r w styczniu do 2,7% r/r w czerwcu). Obawiając się, że wzrost inflacji może

przełożyć się na wystąpienie efektów drugiej rundy w zachowaniach płacowych i cenotwórczych, EBC dwukrotnie – w kwietniu i lipcu 2011 roku – zdecydował się na podniesienie stóp procentowych. W obu przypadkach były to podwyżki o 25 punktów bazowych.

Niemniej jednak bank szybko powrócił do łagodzenia polityki pieniężnej. Jak wcześniej wskazywano, w połowie 2011 roku doszło do wzrostu napięć na rynkach finansowych (ponowna eskalacja kryzysu zadłużeniowego), co negatywnie wpłynęło na aktywność gospodarczą w strefie euro. Jesienne projekcje dynamiki PKB w UGiW, którymi dysponowała Rada Prezesów, wskazywały na jej wyraźny spadek w 2012 roku. Prognozowano również osłabienie się presji cenowej, kosztowej i płacowej. Dlatego też, mimo utrzymywania się bieżącej inflacji HICP powyżej górnej granicy ilościowej definicji stabilności cen, w drugiej połowie 2011 roku EBC zdecydował się na dwie redukcje podstawowych stóp procentowych. W ich efekcie stopy wróciły do poziomów sprzed kwietniowej podwyżki. W 2012 roku Rada Prezesów zmieniała podstawowe stopy procentowe tylko raz – zostały one obniżone o 25 punktów bazowych.

W latach 2013–2014 inflacja HICP w strefie euro spadała, osiągając w grudniu 2014 roku wartość ujemną ($-0,2\%$ r/r). W tym okresie Rada Prezesów czterokrotnie podejmowała decyzję o obniżeniu podstawowych stóp procentowych EBC (w maju i listopadzie 2013 r. oraz czerwcu i wrześniu 2014 r.). W efekcie osiągnęły one efektywną dolną granicę – stopa podstawowych operacji refinansujących ukształtowała się na poziomie $0,05\%$, a stopy kredytu i depozytu w banku centralnym na poziomach odpowiednio $0,30\%$ i $-0,20\%$. Warto zauważyć, że w lipcu 2013 roku Rada Prezesów dokonała zapowiedzi przyszłego poziomu stóp procentowych EBC (ang. *forward guidance*). Jak określa NBP, *forward guidance* jest narzędziem komunikacji z otoczeniem, za pomocą którego bank centralny wskazuje, jaką politykę pieniężną ma zamiar prowadzić w horyzoncie dłuższym niż do najbliższego posiedzenia jego ciała decyzyjnego. Najczęściej *forward guidance* dotyczy prawdopodobnego kształtowania się przyszłych stóp procentowych banku centralnego (NBP, 2013, s. 41). Lipcowa zapowiedź EBC brzmiała następująco: „Rada Prezesów oczekuje, że podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym lub niższym poziomie przez dłuższy okres”⁷. *Forward guidance* EBC było potwierdzane w kolejnych oświadczeniach wstępnych do konferencji po posiedzeniach decyzyjnych Rady Prezesów.

7 „The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time” (ECB, 2013b).

3.3.2. Nadzwyczajne wsparcie kredytowe (*Enhanced Credit Support*)

- 1) Równolegle do omówionych decyzji związanych z redukcją stóp procentowych EBC wprowadził kompleksowy pakiet działań ukierunkowanych na dostarczenie płynności do sektora bankowego. Pakiet ten – znany jako nadzwyczajne wsparcie kredytowe (*Enhanced Credit Support* – ECS) – obejmował pięć elementów (Trichet, 2009):
- 2) dostarczanie bankom UGiW nieograniczonych kwot płynności po stałej stopie procentowej we wszystkich operacjach refinansujących, w zamian za odpowiednie zabezpieczenie,
- 3) wprowadzenie dodatkowych operacji LTRO o dłuższych terminach zapadalności,
- 4) zapewnienie płynności w walutach obcych (głównie w dolarze amerykańskim),
- 5) poszerzenie listy aktywów kwalifikowanych jako zabezpieczenia,
- 6) prowadzenie bezpośredniego skupu na rynku obligacji zabezpieczonych.

Pierwsze cztery elementy ECS zostaną omówione poniżej. Program skupu zabezpieczonych obligacji zostanie przedstawiony w punkcie 3.3.3.

3.3.2.1. Procedura *fixed rate full allotment*

W dniu 8 października 2008 roku EBC zdecydował o zmianie formuły przetargu na operacje MRO. Postanowił, że będą one prowadzone w formie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem po stałej stopie procentowej (ang. *fixed rate full allotment* – FRFA; ECB, 2008f)⁸. Wkrótce procedura FRFA zaczęła być stosowana również wobec operacji LTRO (w tym dodatkowych operacji LTRO). Zmieniając tryb przetargów, EBC wyraźnie zasygnalizował kontrahentom, że jest gotów zaspokoić wszystkie ich potrzeby płynnościowe (pod warunkiem przedstawienia adekwatnego zabezpieczenia).

Można uznać, że zapowiedzią procedury FRFA była pierwsza antykryzysowa operacja EBC z 9 sierpnia 2007 roku. Wówczas EBC przeprowadził operację dostarczającą typu *overnight*, w ramach której wprowadził na rynek międzybankowy dodatkową płynność w kwocie 95 mld EUR według stałej stopy procentowej. Procedura FRFA dla operacji MRO była podtrzymywana kolejnymi decyzjami Rady Prezesów. W przypadku regularnych operacji LTRO EBC chwilowo powrócił do przetargu o zmiennej stopie procentowej. Decyzja w tej sprawie stanowiła element rozpoczętego pod koniec 2009 roku stopniowego wycofywania części

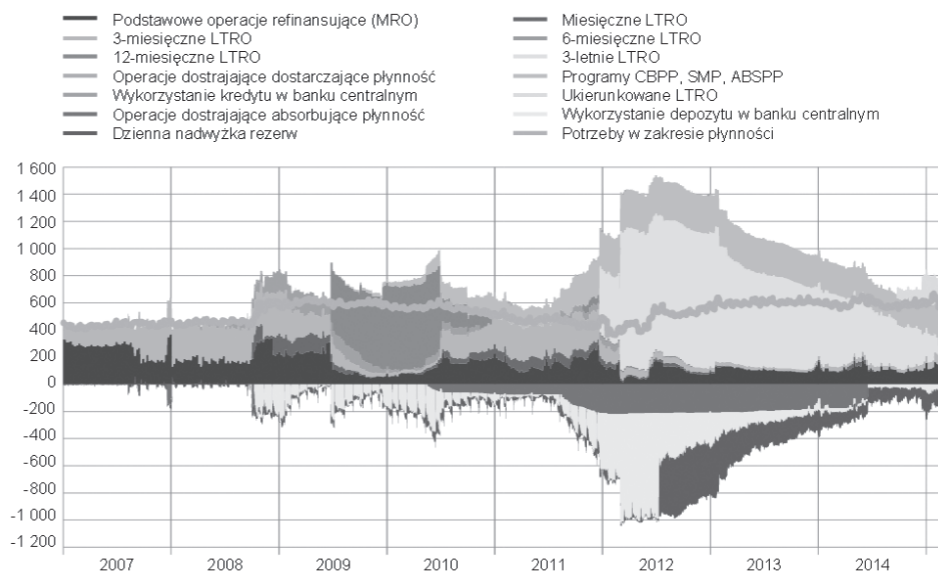
8 Wcześniej operacje MRO przeprowadzane były w trybie przetargów o zmiennej stopie procentowej z minimalną oferowaną stopą procentową. EBC określał kwoty przydziałów. Przetargi o stałej stopie procentowej (bez pełnego przydziału) odbywały się w okresie od stycznia 1999 do czerwca 2000 roku.

niestandardowych środków nadzwyczajnego wsparcia kredytowego (ECB, 2010g, s. 19–20). Niemniej jednak, w warunkach intensyfikacji napięć na rynkach obligacji skarbowych strefy euro, w maju 2010 roku EBC przywrócił procedurę FRFA dla operacji LTRO. W 2014 roku Rada Prezesów postanowiła, że zarówno operacje MRO, jak i trzymiesięczne operacje LTRO będą prowadzone w formie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem przynajmniej do grudnia 2016 roku.

3.3.2.2. Dodatkowe operacje LTRO o dłuższych terminach zapadalności

W okresie kryzysu EBC uruchamiał dodatkowe operacje LTRO, w tym także o terminach zapadalności powyżej trzech miesięcy (por. załącznik 4). Regularne operacje LTRO były utrzymane. W 2007 roku, po wystąpieniu pierwszych napięć na rynkach finansowych, EBC przeprowadził dwie uzupełniające operacje LTRO o trzymiesięcznym terminie zapadalności, które następnie odnawiano (z korektą do kwot przydziału). Do września 2008 roku, oprócz dodatkowych operacji trzymiesięcznych, EBC uruchomił dwie operacje sześciomiesięczne. Warto zauważyć, że w pierwszej fazie kryzysu całkowita kwota refinansowania przez operacje MRO i LTRO praktycznie się nie zmieniała. Wzrósł natomiast udział operacji LTRO w dostarczaniu płynności, podczas gdy udział operacji MRO się zmniejszył (rysunek 3).

(mld EUR)



Rysunek 3. Operacje Eurosystemu dostarczające i absorbujące płynność od 2007 roku

Źródło: ECB, 2015b, s. 53.

Istotny wzrost częstotliwości operacji LTRO nastąpił po upadku banku Lehman Brothers. Wskutek decyzji Rady Prezesów z 15 października 2008 roku (ECB, 2008d) w każdym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej przeprowadzane były trzy dodatkowe operacje LTRO: jedna o terminie zapadalności odpowiadającym długości okresu rezerwowego (specjalna terminowa operacja refinansująca – STRO), jedna trzymiesięczna, jedna sześciomiesięczna. Częstotliwość oraz profil zapadalności dodatkowych operacji LTRO i STRO zostały utrzymane w 2009 roku. Dodatkowo w 2009 roku EBC uruchomił trzy roczne operacje, wydłużając tym samym maksymalny okres zapadalności operacji LTRO. W ramach pierwszej z nich, którą przeprowadzono w czerwcu, przydzielono rekordową wówczas kwotę 442 mld EUR⁹.

- 1) Jak już wyżej wskazano, poprawa sytuacji na rynkach finansowych na przestrzeni 2009 roku skłoniła Radę Prezesów do podjęcia w grudniu tego roku decyzji o stopniowym wycofywaniu części środków wprowadzonych w ramach nadzwyczajnego wsparcia kredytowego. W odniesieniu do operacji LTRO postanowiono, że:
- 2) dwunastomiesięczna operacja zaplanowana na grudzień 2009 roku będzie ostatnią tego typu,
- 3) przeprowadzona zostanie jeszcze tylko jedna operacja sześciomiesięczna (w marcu 2010 r.),
- 4) zaprzestane zostaną dodatkowe operacje o trzymiesięcznym terminie zapadalności (ECB, 2010e, s. 72)¹⁰.

EBC uzasadniał decyzję o stopniowym odchodzeniu od części niestandardowych środków koniecznością zapewnienia normalnego funkcjonowania rynku pieniężnego oraz uniknięcia anomalii, które mogłyby wystąpić, jeżeli środki te zostałyby utrzymane dłużej niż to konieczne. Argumentował, że nadmiernie akomodacyjne nastawienie w polityce pieniężnej, wspierane zarówno przez tradycyjne, jak i niekonwencjonalne środki, mogłoby sprzyjać podejmowaniu nadmiernego ryzyka przez banki i gospodarstwa domowe oraz ograniczać bodźce do podejmowania działań konsolidacyjnych w obszarze finansów publicznych (ECB, 2010e, s. 71; 2010g, s. 20). Warto w tym miejscu zauważyć, że niestandardowe środki EBC zostały tak zaprojektowane, aby można było je łatwo wycofać. Większość operacji była prowadzona w formie transakcji repo (oraz swapów w przypadku operacji walutowych), które można zakończyć, nie przedłużając ich przed terminem zapadalności. Jak widać na rysunku 3, w drugiej połowie 2010 roku całkowita kwota

9 Była to trzecia co do wielkości przydzielonej kwoty niestandardowa operacja LTRO ze wszystkich operacji tego typu przeprowadzonych w latach 2008–2014.

10 Operacje STRO były kontynuowane do czerwca 2014 roku.

płynności dostarczonej przez EBC za pomocą operacji MRO i LTRO istotnie się zmniejszyła, przy jednoczesnym spadku udziału operacji LTRO.

W fazie kryzysu zadłużeniowego EBC powrócił do operacji LTRO o niestandardowych terminach zapadalności. Decyzja o uruchomieniu pierwszej z nich – sześciomiesięcznej – stanowiła element pakietu nadzwyczajnych środków, który został przyjęty w 10 maja 2010 roku w odpowiedzi na intensyfikację napięć na rynkach obligacji skarbowych (ECB, 2010c). Kolejne niestandardowe operacje LTRO były przeprowadzane w drugiej połowie 2011 roku. W grudniu tego roku Rada Prezesów zapowiedziała dwie dodatkowe operacje LTRO o terminie zapadalności wynoszącym trzy lata (ECB, 2011b). Pierwsza z nich, która została rozliczona 22 grudnia 2011 roku, zasiłała system bankowy strefy euro w kwotę 489,2 mld EUR. W drugiej trzyletniej operacji LTRO, rozliczonej 1 marca 2012 roku, przydzielono rekordową kwotę 529,5 mld EUR.

Kolejna decyzja o uruchomieniu niestandardowych operacji LTRO została podjęta przez EBC w czerwcu 2014 roku. Stanowiła ona element pakietu działań ukierunkowanych na poprawę funkcjonowania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej (w szczególności kanału kredytowego) w warunkach powolnego ożywienia gospodarczego, utrzymywania się inflacji HICP wyraźnie poniżej ilościowej definicji stabilności cen oraz trwającego procesu delewarowania (ograniczania zadłużenia) w UGiW. W tym kontekście EBC zapowiedział przeprowadzenie serii ukierunkowanych operacji LTRO (ang. *targeted LTRO* – TLTRO) w celu wsparcia akcji kredytowej dla niefinansowego sektora prywatnego strefy euro (gospodarstw domowych i przedsiębiorstw). Konstrukcja tych operacji uzależnia kwotę, jaką dana instytucja kredytowa może pożyczyć, od wartości udzielonych przez nią kredytów, z wyłączeniem kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Data zapadalności tych operacji została określona jako wrzesień 2018 roku. W ramach dwóch operacji TLTRO z 2014 roku, które przeprowadzono we wrześniu i w grudniu, banki pożyczyły łącznie 212,4 mld EUR (ECB, 2015b, s. 47–49).

3.3.2.3. Płynności w walutach obcych

W okresie kryzysu EBC odpowiedział również na problemy europejskich instytucji kredytowych związane z dostępem do finansowania w walutach obcych (przede wszystkim w USD). W grudniu 2007 roku zawarł z SRF tymczasową linię swapową, zapewniającą dostęp do płynności w dolarach amerykańskich. Linia ta była wielokrotnie przedłużana, a jej limity zwiększane (od 13 października 2008 r. linia nielimitowana; por. załącznik 5). W ten sposób EBC umożliwił swoim kontrahentom pozyskiwanie płynności dolarowej w zamian za zabezpieczenie kwalifikowane dla operacji kredytowych Eurosystemu. Pierwsze operacje zasilające w płynność dolarową zostały uruchomione w grudniu 2007 roku (obie o terminie

zapadalności wynoszącym około miesiąca na kwotę 10 mld USD każda). Na przestrzeni 2008 roku EBC wprowadzał operacje o różnych terminach zapadalności, a także zwiększał maksymalne kwoty przydziału (w połowie października 2008 r. wprowadzono procedurę FRFA). Ponadto w październiku 2008 roku EBC zawarł linię swapową z SNB na dostarczanie płynności we frankach szwajcarskich. Operacje były prowadzone w formie swapów walutowych EUR/CHF (po stałej cenie i maksymalnej kwocie przydziału ustalonej przez EBC z SNB; por. załącznik 5)¹¹.

W warunkach poprawy sytuacji na rynkach finansowych w 2009 roku EBC ograniczał operacje zasilające w płynność w walutach obcych, co wpisywało się w kontekst stopniowego wycofywania części niestandardowych środków. W styczniu 2010 roku, w porozumieniu z SNB, Rada Prezesów podjęła decyzję o zaprzestaniu prowadzenia operacji swapowych dostarczających płynność we frankach szwajcarskich. Równocześnie z początkiem lutego 2010 roku wygasła tymczasowa linia swapowa z SRF. Została ona jednak odnowiona 10 maja 2010 roku w ramach pakietu środków wprowadzonych w związku z intensyfikacją napięć na rynku obligacji skarbowych w strefie euro. Reaktywacja linii miała służyć przeciwdziałaniu napięciom związanym z finansowaniem w dolarach amerykańskich i niedopuszczeniu, by przeniosły się one na inne rynki (ECB, 2011d, s. 109). Operacje zasilające w płynność dolarową były prowadzone w formie umów z przyrzeczeniem odkupu w trybie przetargów kwotowych z pełnym przydziałem środków. W warunkach znacznej poprawy w zakresie finansowania w dolarach amerykańskich i przy malejącym popycie na tego typu operacje w 2014 roku Rada Prezesów postanowiła, że będzie od nich stopniowo odchodzić (ECB, 2015b, s. 146).

Warto zwrócić uwagę, że w 2011 roku Bank Anglii, Bank Kanady, Bank Japonii, SNB, EBC i SRF utworzyły tymczasową sieć bilateralnych porozumień swapowych, umożliwiającą każdemu z tych banków centralnych dostarczanie płynności w walucie obcej. W dniu 31 października 2013 roku została ona przekształcona w porozumienie stałe, obowiązujące do odwołania.

3.3.2.4. Poszerzenie listy aktywów kwalifikowanych

Na mocy artykułu 18.1 Statutu ESBC wszystkie operacje kredytowe EBC oparte są na adekwatnym zabezpieczeniu (tzw. aktywach kwalifikowanych), co jest zgodne ze standardową praktyką banków centralnych gospodarek rozwiniętych. Jak wyjaśnia EBC, koncepcja adekwatności sprowadza się do dwóch kwestii. Po pierwsze, EBC ma być dobrze chroniony przed potencjalnymi stratami wynikającymi z operacji polityki pieniężnej. Po drugie, odpowiednie zabezpieczenie powinno być dostępne dla szerokiego grona stron transakcji (ECB, 2014f, s. 94).

11 EBC działał także jako dostawca płynności. Zawierał umowy walutowe (linie swapowe) na udostępnienie płynności w euro. Szerzej na ten temat Bogotębska (2013, s. 381–382).

Tabela 8. Przykładowe poziomy haircut stosowane wobec kwalifikowanych aktywów rynkowych

Jakość kredytowa	Okres do zapadalności (w latach)	Kategorie redukcji wartości									
		Kategoria I		Kategoria II		Kategoria III		Kategoria IV		Kategoria V	
		Kupon stały	Kupon zerowy	Kupon stały	Kupon zerowy	Kupon stały	Kupon zerowy	Kupon stały	Kupon zerowy	Kupon stały	Kupon zerowy
Stopień 1 i 2	[0, 1)	0,5	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	6,5	6,5	10,0	
	[1, 3)	1,0	2,0	1,5	2,5	2,0	3,0	8,5	9,0		
	[3, 5)	1,5	2,5	2,5	3,5	3,0	4,5	11,0	11,5		
	[5, 7)	2,0	3,0	3,5	4,5	4,5	6,0	12,5	13,5		
	[7, 10)	3,0	4,0	4,5	6,5	6,0	8,0	14,0	15,5		
	[10, ∞)	5,0	7,0	8,0	10,5	9,0	13,0	17,0	22,5		

Źródło: EBC, 2015e, s. 99.

Dodatkowo, aby uchronić się przed stratami finansowymi w sytuacji niewykonania zobowiązania przez kontrahenta i konieczności sprzedaży przyjętych aktywów zabezpieczających, EBC stosuje środki kontroli ryzyka, w tym przede wszystkim redukcję wartości w wycenie (ang. *haircut*). Polega ona na pomniejszeniu wartości rynkowej przedstawianych zabezpieczeń o określony procent. W przypadku aktywów rynkowych w pierwszej kolejności przyporządkowuje się dane aktywowi do jednej z pięciu kategorii redukcji wartości¹², a następnie – w zależności od stopnia jakości kredytowej, okresu pozostałego do zapadalności oraz struktury kuponowej – stosuje odpowiednią stawkę *haircut* (z wyjątkiem aktywów należących do kategorii V, wobec których obowiązuje jednolity poziom *haircut*; ECB, 2015e, s. 63; tabela 8).

Przykładowo, przedstawiając obligację skarbową o stałym kuponie o ratingu AAA/Aaa (kategoria I) o wartości nominalnej wynoszącej 100 EUR i czteroletnim terminie zapadalności, której wartość rynkowa jest równa 110 EUR, kontrahent otrzyma w zamian 108,35 EUR. Jej wartość rynkowa została bowiem zredukowana o 1,5%.

W trakcie kryzysu EBC dokonał szeregu zmian dotyczących kryteriów kwalifikowalności aktywów przedstawianych jako zabezpieczenie operacji kredytowych oraz ogólnych zasad kontroli ryzyka. W szczególności można wyróżnić dwa okresy, w których wykazywał się on dużą aktywnością. Pierwszy z nich przypadł na tygodnie następujące krótko po upadku banku Lehman Brothers. Wtedy to EBC istotnie rozszerzył listę akceptowanych zabezpieczeń (dodając do niej nowe rodzaje aktywów oraz obniżając wymogi w zakresie jakości kredytowej dla większości zabezpieczeń), co miało związek z wprowadzeniem procedury FRFA dla wszystkich operacji refinansujących oraz zwiększeniem dostępu do płynności w dolarach amerykańskich (ECB, 2013c, s. 73). Warto w tym miejscu podkreślić znaczenie systemu zabezpieczeń EBC (ang. *collateral framework*), któremu w analizach działań antykryzysowych tej instytucji poświęca się stosunkowo niewiele uwagi. W warunkach obowiązywania procedury FRFA banki mogą pozyskiwać

12 Kategoria I obejmuje instrumenty dłużne wyemitowane przez instytucje rządowe szczebla centralnego, certyfikaty dłużne EBC oraz certyfikaty dłużne wyemitowane przez KBC przed datą przyjęcia euro w danym państwie UGiW; kategoria II: instrumenty dłużne wyemitowane przez instytucje rządowe i samorządowe na szczeblu regionalnym oraz instytucje samorządowe na szczeblu lokalnym, podmioty klasyfikowane przez Eurosystem jako agencje, wielostronne banki rozwoju i organizacje międzynarodowe oraz zabezpieczone obligacje typu Jumbo; kategoria III: tradycyjne zabezpieczone obligacje, inne zabezpieczone obligacje, instrumenty dłużne wyemitowane przez przedsiębiorstwa niefinansowe; kategoria IV: niezabezpieczone instrumenty dłużne wyemitowane przez instytucje kredytowe i instytucje finansowe niebędące instytucjami kredytowymi; kategoria V: papiery wartościowe zabezpieczone aktywami (ECB, 2015e, s. 63). Stawki *haircut* są wyższe dla kolejnych kategorii płynności, a także dla dłuższych okresów zapadalności.

praktycznie nielimitowaną ilość płynności z EBC. Jedynym ograniczeniem staje się wówczas dostępność zabezpieczeń (przy głównej stopie procentowej banku centralnego bliskiej zera). Jakie klasy aktywów i jakiej jakości kredytowej są „dobre”, czyli adekwatne do zabezpieczania operacji kredytowych EBC, ustala Rada Prezesów. Jej decyzje w tej kwestii w dużym stopniu determinują zatem ilość udostępnianej przez EBC płynności. Drugi etap wzmożonych modyfikacji rozpoczął się w drugiej połowie 2011 roku, kiedy to doszło do wzrostu napięć na rynku obligacji skarbowych w strefie euro. Miały one przede wszystkim na celu dalsze ułatwienie dostępu bankom do płynności EBC. Warto zwrócić uwagę, że duża część zmian, które wprowadzane były jako tymczasowe, została wpisana do „Dokumentacji ogólnej”, określającej ramy implementacji polityki pieniężnej EBC. Najważniejsze zmiany dokonane przez EBC w latach 2008–2014 zostały ujęte w tabeli 9.

Tabela 9. Najważniejsze zmiany w zakresie systemu zabezpieczeń dokonane przez EBC w latach 2008–2014

Data	Decyzja	Charakter decyzji	
		Zaost- rzająca	Łago- dząca
25.10.2008	Obniżenie minimalnego progu ratingu kredytowego z poziomu „A-/A3” do „BBB-/Baa3” zarówno dla aktywów rynkowych, jak i nierynkowych, z wyjątkiem papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami, dla których utrzymano minimalny wymóg oceny jakości kredytowej na poziomie „A-/A3”. Dla wszystkich aktywów kwalifikowanych o ratingu kredytowym niższym niż „A-/A3” wprowadzono dodatkową redukcję wartości w wycenie w wysokości 5%.		✓
25.10.2008 14.11.2008	Rozszerzenie listy aktywów kwalifikowanych o: 1) instrumenty dłużne emitowane przez instytucje kredytowe, które stanowią przedmiot obrotu na pewnych rynkach nieregulowanych wskazanych przez EBC i spełniają inne kryteria kwalifikowalności; wobec tych instrumentów zastosowano dodatkowy <i>haircut</i> w wysokości 5%; 2) rynkowe instrumenty dłużne denominowane w dolarach amerykańskich, funtach szterlingach i jenach japońskich, pod warunkiem, że zostały one wyemitowane i są rejestrowane/rozliczane w strefie euro oraz ich emitent posiada siedzibę w Europejskim Obszarze Gospodarczym. Dla tych instrumentów zastosowano dodatkowy <i>haircut</i> w wysokości 8%.		✓

Tabela 9 (cd.)

Data	Decyzja	Charakter decyzji	
		Zaost- rzająca	Łago- dząca
1.03.2009	Wprowadzenie wymogu, by wszystkie papiery wartościowe zabezpieczone aktywami (ABS) emitowane od 1 marca 2009 roku posiadały ocenę kredytową na poziomie „AAA/Aaa” w momencie emisji. Minimalny rating przez cały okres trwania papieru pozostawiono na poziomie „pojedynczego A”. Ponadto wobec tych papierów ABS ustanowiono, że pula aktywów bazowych nie może ani w całości, ani w części składać się z transz innych papierów ABS.	✓	
10.10.2010	Ustanowienie wymogu dwóch ocen ratingowych dla papierów ABS emitowanych od 1 marca 2010 roku. Wprowadzenie zasady „dwóch najlepszych” ocen kredytowych dla tych papierów ABS. Stanowiła ona, że nie tylko najlepsza, ale również druga co do jakości ocena kredytowa (ang. <i>second best</i>) musi być zgodna z progiem jakości kredytowej ustanowionym dla papierów ABS (poziom „AAA/Aaa” w momencie emisji i „pojedynczego A” przez okres trwania papieru wartościowego).	✓	
6.05.2010 1.04.2011 7.07.2011	Zawieszenie minimalnych wymogów w zakresie jakości kredytowej w stosunku do rynkowych instrumentów dłużnych emitowanych przez rząd Grecji oraz rynkowych instrumentów dłużnych emitowanych przez podmioty mające siedzibę w Grecji i w pełni gwarantowanych przez grecki rząd. Podobne decyzje EBC podejmował wobec Irlandii (1.04.2011) i Portugalii (7.07.2011).		✓
19.12.2011	Poszerzenie listy aktywów kwalifikowanych o pewne papiery ABS, których drugi najlepszy rating był przynajmniej na poziomie „pojedynczego A” (moment emisji i okres istnienia). Zmiana ta dotyczyła papierów ABS, których zabezpieczenie stanowiły albo tylko hipoteczne kredyty mieszkaniowe, albo tylko pożyczki udzielane sektorowi małych i średnich przedsiębiorstw (określono przy tym dodatkowe wymogi dla tych papierów ABS).		✓
	Zezwolenie KBC na przyjmowanie określonych dodatkowych należności kredytowych jako zabezpieczeń (kryteria kwalifikowania zabezpieczeń i środki kontroli ryzyka ustalone przez KBC i zatwierdzone przez Radę Prezesów).		✓
29.06.2012	Rozszerzenie listy aktywów kwalifikowanych o pewne papiery ABS mające co najmniej dwa ratingi na poziomie co najmniej „potrójnego B” (moment emisji i dowolny późniejszy moment). Decyzja ta dotyczyła papierów ABS, których zabezpieczenie należało do jednej z następujących kategorii: hipoteczne kredyty mieszkaniowe, pożyczki udzielane firmom z sektora MSP, komercyjne kredyty hipoteczne, pożyczki samochodowe, leasing i usługi finansowe dla klientów indywidualnych (określono przy tym dodatkowe wymogi dla tych papierów ABS).		✓

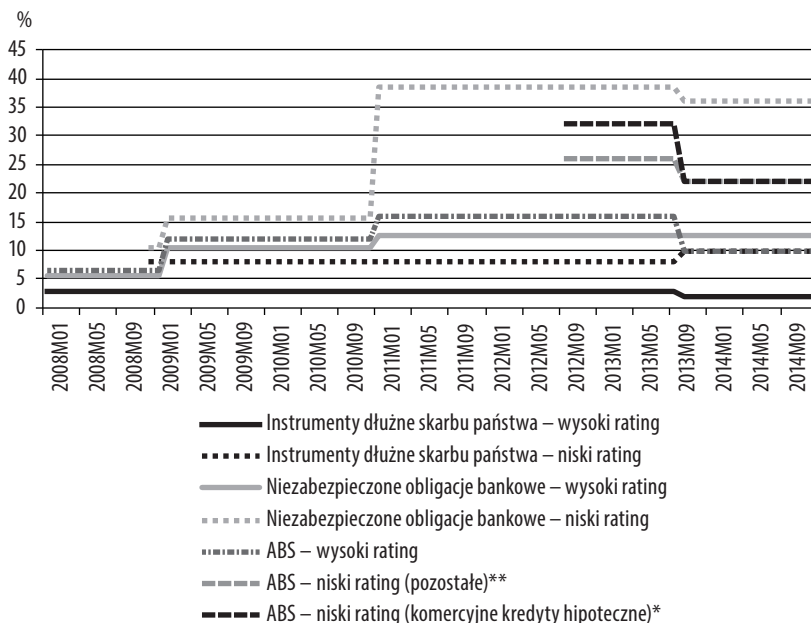
Data	Decyzja	Charakter decyzji	
		Zaost- rzająca	Łago- dząca
9.05.2013	Zawieszenie stosowania minimalnych wymogów w zakresie jakości kredytowej wobec rynkowych instrumentów dłużnych emitowanych/w pełni gwarantowanych przez Cypr.		✓
9.07.2014	Poszerzenie listy aktywów kwalifikowanych o papiery wartościowe zabezpieczone aktywami, których zabezpieczenie stanowią pożyczki finansowe dla klientów indywidualnych, należności z kart kredytowych.		✓

Niektóre z przedstawionych w tabeli 9 działań były odnawiane.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Eberl, Weber, 2014, s. 40–41 oraz następujących aktów prawnych: EBC/2008/11, EBC/2008/13, EBC/2008/18, EBC/2009/1, EBC/2010/3, EBC/2010/13, EBC/2011/4, EBC/2011/10, EBC/2011/25, EBC/2012/11, EBC/2013/13, EBC/2014/31.

Obniżenie standardów dotyczących aktywów kwalifikowanych przez Radę Prezesów było poddawane szerokiej krytyce, uwypuklającej rosnące ryzyko związane z bilansem Eurosystemu. Niemniej jednak decyzjom o akceptacji niższej jakości zabezpieczeń towarzyszyły zmiany w zakresie środków kontroli ryzyka. W szczególności w latach 2008–2011 EBC dokonywał istotnych podwyżek poziomów redukcji wartości w wycenie (w tym w ramach dwóch regularnych przeglądów ram kontroli ryzyka z 2008 oraz 2010 roku). Na wykresie 7 przedstawiono kształtowanie się poziomów *haircut* dla wybranych klas aktywów rynkowych (dla obligacji skarbowych i niezabezpieczonych obligacji bankowych uwzględniono instrumenty o 5–7-letnim terminie zapadalności i stałym kuponie). Jak widać, wobec aktywów o ocenie kredytowej niższej niż „A–” (według skali Standard & Poor’s) stosowano wyraźnie wyższe stawki *haircut* niż dla aktywów, których rating kształtował się w przedziale „AAA”–„A–”. W przypadku obligacji skarbowych przez większość analizowanego okresu obowiązywały stawki 3% oraz 8% dla aktywów o odpowiednio „lepszey” i „gorszej” jakości. W wyniku przeglądu środków kontroli ryzyka z 2013 roku zostały one nieznacznie zmienione (w ich miejsce wprowadzono stawki 2% i 10%). Zdecydowanie większe różnicowanie widać na przykładzie niezabezpieczonych obligacji bankowych. Z początkiem 2009 roku poziom *haircut* dla tego rodzaju aktywów o ocenie jakości kredytowej z przedziału „AAA”–„A–” został podwyższony o 5 pkt proc. – do 10,5% (zachowano dodatkową pięcioprocentową redukcję wartości w wycenie dla aktywów o ratingu niższym niż „A–”). Różnica w poziomach redukcji wartości w wycenie dla „gorszych” oraz „lepszeych” niezabezpieczonych obligacji bankowych została znacznie zwiększona na początku 2011 roku – do 26 pkt proc. Jak wcześniej wskazano, EBC wprowadził pewne papiery ABS do zbioru zabezpieczeń kwalifikowanych w 2012 roku bądź później. W 2013 roku, w warunkach

poprawy nastrojów na rynkach finansowych, obniżono stawki *haircut* dla papierów ABS, a także, choć nieznacznie, dla niezabezpieczonych obligacji bankowych o ocenie kredytowej niższej niż „A-”.

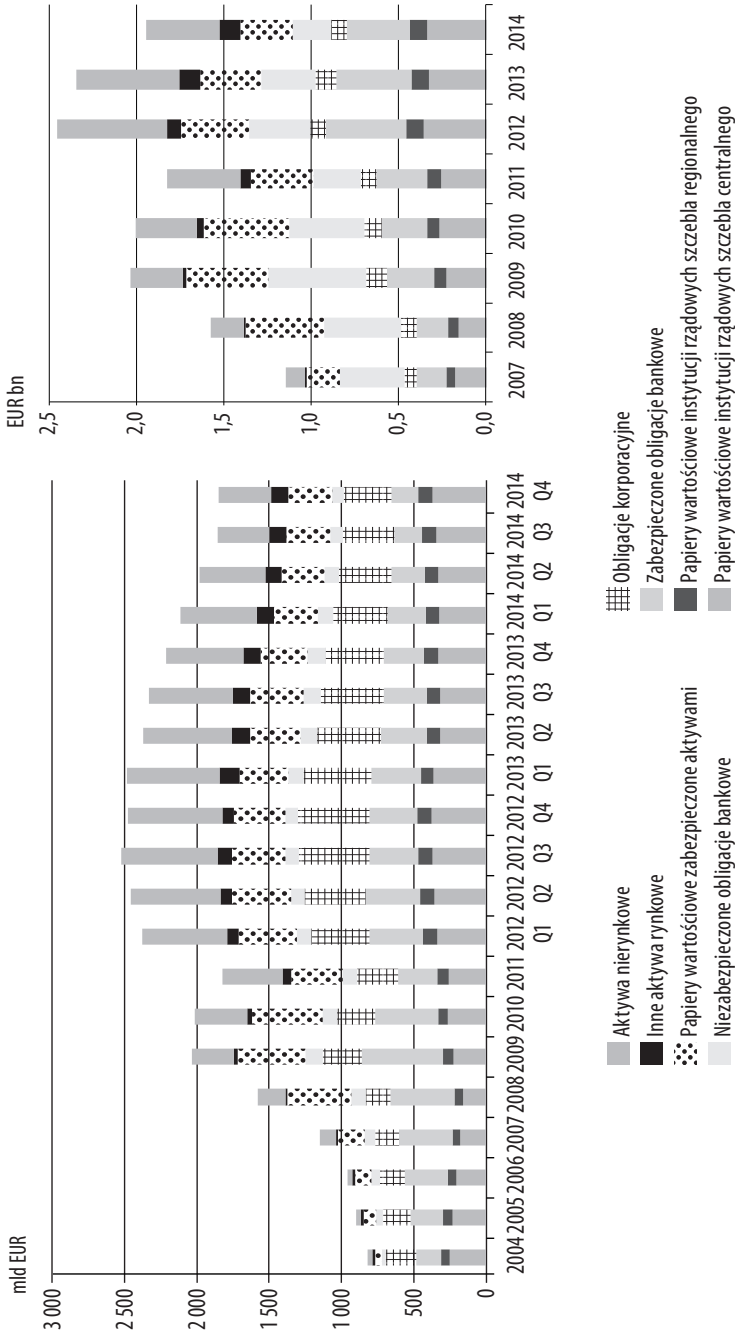


Wykres 7. Zmiany przykładowych poziomów *haircut* w latach 2008–2014

Przykładowe stawki *haircut* dla instrumentów dłużnych skarbu państwa oraz niezabezpieczonych obligacji bankowych wybrano dla aktywów o stałym kuponie i terminie zapadalności wynoszącym 5–7 lat. Wysoki rating: od „AAA” do „A-”, niski rating: „BBB+” do „BBB-” (skala Standard & Poor’s). Linie, które zaczynają się później niż w styczniu 2008 roku, odnoszą się do miesięcy, w których dane rodzaje aktywów stawały się zabezpieczeniami kwalifikowalnymi w operacjach kredytowych EBC. * Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami, których zabezpieczenie stanowią komercyjne kredyty hipoteczne; ** Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami, których zabezpieczenie należy do jednej z następujących kategorii: hipoteczne kredyty mieszkaniowe, pożyczki udzielanych firmom z sektora MSP, pożyczki samochodowe, leasing, usługi finansowe dla klientów indywidualnych (od sierpnia 2014 r. również należności z kart kredytowych).

Źródło: opracowanie własne na podstawie Wolff, 2014, s. 5 oraz wytycznych EBC.

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na wyniki badania EBC, w którym porównano środki kontroli ryzyka głównych banków centralnych świata, to jest: Banku Anglii, Banku Japonii, Banku Szwecji, EBC, SNB i SRF. Wskazują one, że EBC bardziej różnicuje poziomy redukcji wartości w wycenie w zależności od ryzyka związanego z poszczególnymi kategoriami aktywów. Równocześnie jego stawki *haircut* są co do zasady wyższe niż stosowane przez pozostałe z wyżej wymienionych banków centralnych. Jest to szczególnie zauważalne dla aktywów o niższej ocenie jakości kredytowej (ECB, 2014a, s. 20–22).



Wykres 8. Aktywa kwalifikowane (lewa część) i wykorzystanie zabezpieczeń (prawa część) w latach 2007–2014
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC (dla lat 2012–2014 policzono średnie, jako że od 2012 roku EBC podaje dane kwartalne).

Na wykresie 8 przedstawiono zabezpieczenia kwalifikowane (lewa część) oraz wykorzystywane w operacjach kredytowych EBC (prawa część) według typu aktywów w latach 2007–2014. W 2014 roku wartość nominalna rynkowych aktywów kwalifikowanych wyniosła około 14 bln EUR i była o około 4,5 bln EUR wyższa niż w 2007 roku. Wzrost ten wynikał głównie ze zwiększonej emisji dłużnych papierów wartościowych przez instytucje rządowe szczebla centralnego, banki i przedsiębiorstwa niefinansowe, a także był częściowo związany z rozszerzeniem listy zabezpieczeń kwalifikowanych przez EBC w okresie kryzysu. W przypadku aktywów nierynkowych, które również mogą być przedstawiane jako zabezpieczenia, kwalifikowalność jest oceniana dopiero w momencie ich akceptacji. Wartość potencjalnie kwalifikowanych aktywów nierynkowych nie jest zatem znana. W analizowanym okresie wzrósł także wolumen składanych zabezpieczeń. Szczególnie wysoką dynamikę odnotowano w 2008 i 2009 roku (odpowiednio 38% r/r i 29% r/r), a także w 2012 roku (35% r/r) w związku z przeprowadzoną w lutym tego roku trzyletnią operacją LTRO (ECB, 2013c, s. 80). Po osiągnięciu maksymalnej kwoty w 2012 roku średnia wartość składanych zabezpieczeń w kolejnych latach obniżała się¹³. Odnosząc się do struktury przedstawianych aktywów kwalifikowanych, można przypisać je do jednej z trzech kategorii jakości: „wysokiej”, „średniej”, „niskiej”. Do pierwszej z nich zaliczono papiery wartościowe sektora rządowego i samorządowego (odcienie niebieskie na wykresie 8), do drugiej zabezpieczone obligacje bankowe oraz korporacyjne (odcienie zieleni), do trzeciej niezabezpieczone obligacje bankowe, papiery ABS i inne aktywa rynkowe (odcienie pomarańczowo-czerwone)¹⁴. Jak widać, ta trzecia kategoria w połączeniu z aktywami nierynkowymi (kolor fioletowy) stanowiła dominujący udział w całości składanych zabezpieczeń w latach 2007–2014 (średnio 60%).

3.3.3. Programy skupu aktywów wprowadzone przez EBC

W okresie od sierpnia 2007 do grudnia 2014 roku EBC uruchomił cztery programy skupu aktywów. Dwa z nich – Securities Markets Programme oraz Outright Monetary Transactions – przewidywały skup obligacji skarbowych.

13 Szerzej na temat aktywów kwalifikowanych i zabezpieczeń składanych przez strony transakcji w okresie kryzysu w ECB, 2013c, s. 76–81.

14 Podział ten stanowi pewne uproszczenie i nie jest wolny od nieścisłości. Przykładowo trudno uznać greckie obligacje skarbowe za aktywa o wysokiej jakości kredytowej. Ma on jednak zobrazować pewną prawidłowość, to jest dominujący udział aktywów o gorszej jakości kredytowej w całości przedstawianych przez strony transakcji zabezpieczeń.

3.3.3.1. Program skupu zabezpieczonych obligacji

W maju 2009 roku EBC, ku zaskoczeniu inwestorów, którzy spodziewali się raczej „poluzowania” polityki pieniężnej w jej konwencjonalnym zakresie, ogłosił, że dokona skupu obligacji zabezpieczonych¹⁵. Był on prowadzony w ramach programu *covered bond purchase program* (CBPP), stanowiącego piąty – zdaniem dużej liczby ekonomistów najbardziej innowacyjny z wprowadzonych w drugiej fazie kryzysu – element nadzwyczajnego wsparcia kredytowego EBC (por. np. Szczerbowicz, 2012, s. 16; Żywiecka, 2013, s. 202).

Obligacje zabezpieczone są ważnym instrumentem pozyskiwania środków pieniężnych dla banków strefy euro. W 2014 roku wartość rynku obligacji zabezpieczonych w UE wyniosła 2,5 bln EUR i była o prawie 50% wyższa niż w 2005 roku, co wskazuje na jego znaczący rozwój (choć w 2013 i 2014 roku odnotowano wyraźnie niższe kwoty emisji niż średnio w analizowanym dziesięcioleciu – ECBC, 2016, s. 522). W okresie kilku lat poprzedzających wybuch kryzysu rynek *covered bonds* przekształcił się w najważniejszy segment europejskiego rynku prywatnych obligacji. Ze względu na relatywnie wysoki poziom bezpieczeństwa (przede wszystkim w porównaniu z papierami ABS) obligacje zabezpieczone w strefie euro okazały się w miarę „odporne” na zawirowania finansowe, które rozpoczęły się w sierpniu 2007 roku. Niemniej jednak po upadku banku Lehman Brothers rynek zabezpieczonych obligacji w strefie euro praktycznie zamarł (załamanie emisji na rynku pierwotnym i pogorszenie się płynności rynku wtórnego), gdyż inwestorzy zwrócili się w kierunku obligacji skarbowych i innych aktywów uważanych za mniej ryzykowne. W tych warunkach EBC wprowadził program CBPP, mający na celu reaktywację rynku zabezpieczonych obligacji w UGiW (por. Szczerbowicz, 2012, s. 16).

Szczegóły techniczne programu CBPP ogłoszono 4 czerwca 2009 roku. Był on realizowany w okresie od lipca 2009 do czerwca 2010 roku (CBPP1). Zgodnie z założeniem nominalna kwota zakupów wyniosła 60 mld EUR. Zdecydowana większość z nich (73%) została dokonana na rynku wtórnym. Program CBPP1 nie został wznowiony.

W październiku 2011 roku Rada Prezesów ogłosiła uruchomienie drugiego programu zakupu obligacji zabezpieczonych (CBPP2). Skup prowadzono w okresie od listopada 2011 do października 2012 roku. Docelowa nominalna kwota zakupu, która została ustalona na poziomie 40 mld EUR, nie została osiągnięta. Jak

15 Obligacje zabezpieczone to dłużne papiery wartościowe emitowane przez instytucje kredytowe, których podstawę emisji i zabezpieczenie stanowią wierzytelności tych instytucji z tytułu kredytów hipotecznych i kredytów dla sektora publicznego. Inwestorzy posiadają uprzywilejowaną pozycję w stosunku do zabezpieczenia na wypadek niewypłacalności emitenta. Ze względu na możliwość podwójnego regresu (ang. *dual recourse*) – do emitenta i puli aktywów zabezpieczających – oraz wysoką jakość zabezpieczeń instrumenty te są uważane za stosunkowo bezpieczne (por. ECB, 2008a, s. 6–8).

wskazuje EBC (2013e, s. 86–87), niepełne wykorzystanie programu CBPP2 wynikało z braku emisji obligacji zabezpieczonych na rynku pierwotnym oraz pozytywnych efektów trzyletnich operacji LTRO. Podobnie jak w przypadku programu CBPP1, większa część zakupów została dokonana na rynku wtórnym (63%). W tabeli 10 zestawiono najważniejsze charakterystyki obu programów CBPP.

Tabela 10. Porównanie programów CBPP1 i CBPP2

Okres realizacji	CBPP1	CBPP2
	6.07.2009–30.06.2010	Listopad 2011–31.10.2012
Cele	1. Pobudzenie dalszego spadku terminowych stóp procentowych rynku pieniężnego. 2. Złagodzenie warunków finansowania dla instytucji kredytowych i przedsiębiorstw. 3. Zachęcenie instytucji kredytowych do podtrzymania, a następnie zwiększania akcji kredytowej. 4. Zwiększenie rynkowych zasobów płynności w ważnych segmentach rynku niepublicznych dłużnych papierów wartościowych.	Przyczynienie się do: 1. Złagodzenia warunków finansowania dla instytucji kredytowych i przedsiębiorstw; 2. Zachęcenia instytucji kredytowych do podtrzymania, a następnie zwiększania akcji kredytowej na rzecz klientów.
Sposób realizacji	Bezwarunkowy zakup, rynek pierwotny i wtórny.	Bezwarunkowy zakup, rynek pierwotny i wtórny.
Kryteria kwalifikacji obligacji	1. Kwalifikowane na potrzeby operacji polityki pieniężnej. 2. Denominowane w euro. 3. Wyemitowane przez instytucje kredytowe zarejestrowane w strefie euro (albo inne określone podmioty). 4. Utrzymywane i rozliczane w strefie euro. 5. Wymogi dodatkowe: a) zgodność z dyrektywą UCITS (albo inne określone obligacje), b) minimalna wielkość każdej emisji: 500 mln EUR (w wyjątkowych przypadkach niższa, ale przynajmniej 100 mln EUR), c) minimalny rating emisji: „AA” lub równoważny (a na pewno nie niższy niż „BBB–/Baa3”).	1. Kwalifikowane na potrzeby operacji polityki pieniężnej. 2. Denominowane w euro. 3. Utrzymywane i rozliczane w strefie euro. 4. Wymogi dodatkowe: a) zgodność z dyrektywą UCITS (albo inne określone obligacje), b) minimalna wielkość każdej emisji: 300 mln EUR, c) minimalny rating emisji: „BBB–” lub równoważny, d) maksymalny okres pozostający do zapadalności w momencie zakupu: 10,5 roku.

	CBPP1	CBPP2
Okres realizacji	6.07.2009–30.06.2010	Listopad 2011–31.10.2012
Docelowa nominalna kwota zakupu	60 mld EUR	40 mld EUR
Nominalna kwota nabytych obligacji	60 mld EUR	16,418 mld EUR

Źródło: opracowanie własne na podstawie decyzji EBC/2009/16 i EBC/2011/17 oraz następujących komunikatów EBC: 2009a; 2010a; 2011a; 2012b.

W dniu 4 września 2014 roku Rada Prezesów zdecydowała o uruchomieniu trzeciego programu skupu zabezpieczonych obligacji (CBPP3). Był to jeden z elementów szerszego pakietu środków polityki pieniężnej z okresu czerwiec–październik 2014 roku, obejmującego ponadto: redukcję podstawowych stóp procentowych EBC do efektywnej dolnej granicy, wprowadzenie operacji TLTRO oraz programu zakupu papierów ABS – *asset-backed securities purchase programme* (ABSPP)¹⁶. Cele programu CBPP3 zostały określone jako: wzmocnienie transmisji polityki pieniężnej, ułatwienie udzielania kredytu gospodarce UGiW, wygenerowanie pozytywnych zjawisk na innych rynkach, a w konsekwencji złagodzenie nastawienia w polityce pieniężnej oraz przyczynienie się do powrotu inflacji do poziomu zgodnego z ilościową definicją stabilności cen (ECB, 2014b).

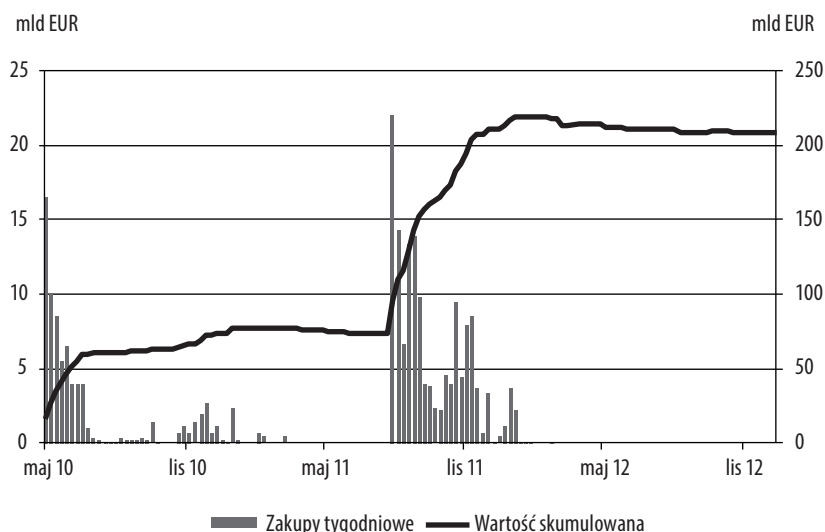
Podobnie jak w przypadku poprzednich dwóch programów CBBP, EBC ogłosił szczegóły techniczne, w tym kryteria kwalifikacji zabezpieczonych obligacji. Część z nich odpowiada założeniom poprzednich programów, ale można także wskazać różnice. W szczególności EBC nie określił docelowej nominalnej kwoty zakupu. Nie sprecyzował również wymogów w zakresie minimalnej wielkości każdej emisji zabezpieczonych obligacji oraz maksymalnego okresu pozostającego do zapadalności. W kwestii oceny jakości kredytowej ustanowiono minimalny rating na poziomie „BBB-/Baa3”, przy czym wprowadzono pewne wyjątki dla zabezpieczonych obligacji emitowanych przez podmioty z siedzibą na Cyprze i w Grecji, niespełniających tego wymogu (ECB, 2014b). Zakupy w ramach programu rozpoczęły się 20 października 2014 roku. Realizację programu CBPP3 przewidziano

16 Program ABSPP nie jest szczegółowo omawiany ze względu na fakt, że został on wprowadzony pod koniec okresu badawczego. Podobnie jak program CBPP3, został on zainicjowany w listopadzie 2014 roku. Skupem objęto przede wszystkim papiery ABS, których aktywa zabezpieczające stanowią należności od niefinansowego sektora prywatnego strefy euro (ECB, 2015b).

na co najmniej dwa lata. Łączne zakupy w 2014 roku wyniosły 29,6 mld EUR, z czego 82% zostało przeprowadzonych na rynku wtórnym, a 18% na rynku pierwotnym.

3.3.3.2. Program dotyczący rynków papierów wartościowych

W dniu 9 maja 2010 roku Rada Prezesów EBC zapowiedziała uruchomienie programu dotyczącego rynków papierów wartościowych – Securities Markets Programme (SMP), który zakładał prowadzenie przez banki centralne Eurosystemu interwencji na rynkach publicznych oraz prywatnych dłużnych papierów wartościowych strefy euro. Odnosząc się do kontekstu tej decyzji, należy przypomnieć wydarzenia związane z tak zwanym kryzysem greckim. Pod koniec kwietnia 2010 roku Grecja zwróciła się oficjalnie do UE oraz MFW o pomoc finansową. Na początku maja tego roku kraje strefy euro oraz MFW uzgodniły pierwszy pakiet pomocowy dla Grecji o wartości 110 mld EUR. Kilka dni później Rada ECOFIN zdecydowała o utworzeniu tymczasowego europejskiego mechanizmu stabilności, w skład którego weszły Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej oraz Europejski Instrument Stabilności Finansowej o zdolności pożyczkowej do odpowiednio 60 mld EUR i 440 mld EUR. Program SMP wpisywał się zatem w pakiet antykryzysowych działań podjętych wówczas przez UE.



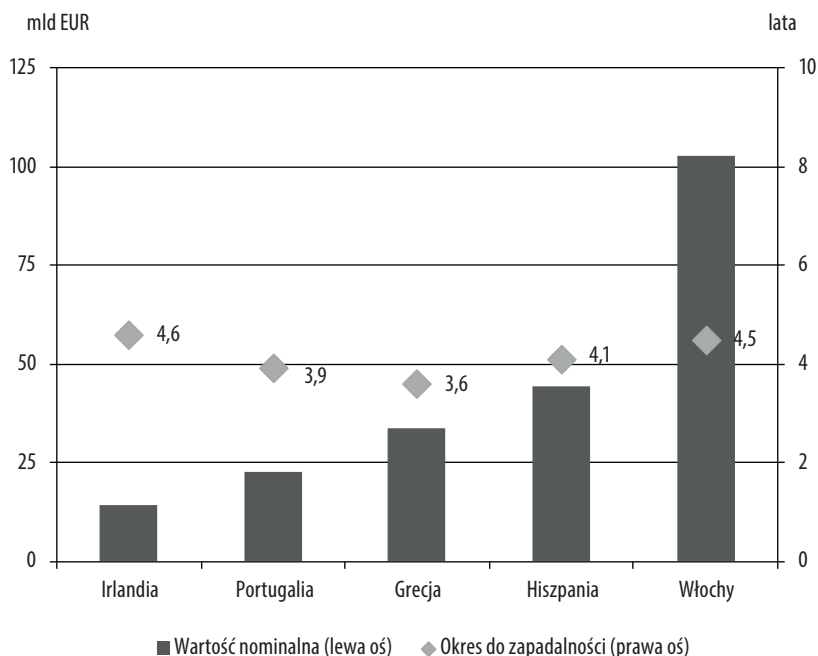
Wykres 9. Program SMP: zakupy (lewa oś) i wartość skumulowana (prawa oś) od rozpoczęcia realizacji programu do końca 2012 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.

Cel programu SMP został określony jako „przeciwdziałanie nieprawidłowemu działaniu rynków papierów wartościowych oraz przywrócenie prawidłowego funkcjonowania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej” (ECB, 2010b). Program przewidywał skup rynkowych instrumentów dłużnych denominowanych w euro, które zostały wyemitowane przez rządy centralne/podmioty publiczne państw członkowskich albo uprawnione podmioty prywatne mające siedzibę w strefie euro, przy czym w przypadku tych pierwszych interwencje mogły być prowadzone wyłącznie na rynku wtórnym (zgodnie z art. 123 TFUE ustanawiającym zakaz finansowania sektora publicznego przez bank centralny), natomiast tych drugich również na rynku pierwotnym. O zakresie interwencji decydowała Rada Prezesów. Płynność dostarczana w ramach programu była sterylizowana (w czerwcu 2014 r. EBC podjął decyzję o wstrzymaniu absorpcji płynności, w którą EBC zasilił instytucje kredytowe w ramach programu SMP). EBC wielokrotnie podkreślał tymczasowy charakter programu SMP, nie definiując jednak okresu jego trwania. Nie określił również docelowej kwoty zakupu (ECB, 2010b).

Jak można zauważyć na wykresie 9, program SMP był realizowany dwuetapowo. Zakupy prowadzono w okresie od maja 2010 do marca 2011 roku, a następnie, po kilkumiesięcznej przerwie, od sierpnia 2011 do lutego 2012 roku. Wznowienie programu nastąpiło w warunkach silnego wzrostu rentowności obligacji skarbowych emitowanych przez Włochy i Hiszpanię oraz pojawiania się innych sygnałów świadczących o intensyfikacji zjawiska zarażania (negatywne sprzężenia zwrotne między sytuacją sektora publicznego w poszczególnych krajach UGiW a kondycją ich sektorów bankowych). W kulminacyjnym momencie programu SMP łączna wartość nabytych papierów wartościowych wyniosła 219,5 mld EUR (ECB, 2013e, s. 86). Program został zakończony wraz z ogłoszeniem szczegółów technicznych dotyczących bezwarunkowych transakcji monetarnych, co miało miejsce 6 września 2012 roku. Papiery wartościowe zakupione w ramach programu SMP pozostaną w portfelu EBC do ich zapadalności. Jak widać na wykresie 10, w jego skład weszły walory emitowane w państwach, w których kryzys zadłużeniowy objawił się najsilniej, przy czym, co do wartości nominalnej, ponad połowę z nich stanowiły walory włoskie¹⁷.

17 Według stanu na 31 grudnia 2014 roku wartość nominalna papierów wartościowych zakupionych przez EBC w ramach programu SMP wyniosła z uwzględnieniem podziału na kraje: Włochy – 76,2 mld EUR, Hiszpania – 28,9 mld EUR, Grecja – 19,8 mld EUR, Portugalia – 14,9 mld EUR, Irlandia – 9,7 mld EUR (ECB, 2015c).



Wykres 10. Papiery wartościowe nabyte przez EBC w ramach programu SMP w podziale według kraju i okresu pozostałego do zapadalności (stan na 31.12.2012 r.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie ECB, 2013a.

3.3.3.3. Program bezwarunkowych transakcji monetarnych

W odróżnieniu od programu SMP, o skali którego decydowała Rada Prezesów, drugi w kolejności program skupu obligacji skarbowych krajów strefy euro na rynkach wtórnych – program bezwarunkowych transakcji monetarnych (Outright Monetary Transactions – OMT) – przewidywał nieograniczony zakres możliwej pomocy. Program OMT został ogłoszony w sierpniu 2012 roku, a szczegóły techniczne dotyczące jego realizacji w kolejnym miesiącu. Niemniej jednak zapowiedź transakcji OMT można wiązać z wystąpieniem prezesa EBC – M. Dragiego na konferencji inwestorów w Londynie w lipcu 2012 roku, który zadeklarował, że EBC – w ramach swojego mandatu – jest gotowy uczynić wszystko, aby zachować integralność strefy euro (Draghi, 2012). Zaobserwowany po tej wypowiedzi wyraźny spadek rentowności obligacji skarbowych peryferyjnych krajów strefy euro sprawił, że została ona uznana za jedną z najskuteczniejszych interwencji słownych w historii bankowości centralnej (Braun, 2013, s. 427).

EBC określił cel programu OMT jako zapewnienie właściwego funkcjonowania mechanizmu transmisyjnego oraz utrzymanie jednolitej polityki pieniężnej we wszystkich krajach strefy euro. Jednocześnie wskazywał, że transakcje OMT

miały być narzędziem w przeciwdziałaniu poważnym zaburzeniom na rynkach obligacji skarbowych, które, zdaniem EBC, wynikały w znacznej mierze z bezpodstawnych obaw inwestorów dotyczących rozpadu UGiW. Ostatecznie transakcje OMT miały przyczynić się do realizacji nadrzędnego celu EBC, czyli zapewnienia stabilności cen (ECB, 2012a, s. 5).

Odnosząc się do szczegółów technicznych programu OMT, wskazano następujące zasady. Po pierwsze, warunkiem koniecznym dopuszczenia obligacji skarbowych danego kraju strefy euro do transakcji OMT miał być jego udział w odpowiednim programie EFSF/ESM, który mógł przyjąć formę pełnego programu dostosowań makroekonomicznych albo programu ostrożnościowego (w postaci wspomagającej uwarunkowanej linii kredytowej), przy założeniu, że przewidywał on możliwość dokonywania skupu obligacji na rynku pierwotnym przez EFSF/ESM¹⁸. Po drugie, Rada Prezesów miała podejmować decyzje o rozpoczęciu transakcji OMT, jeżeli uznawała to za zasadne z perspektywy prowadzenia polityki pieniężnej, a warunki programu dostosowań makroekonomicznych/programu zapobiegawczego były w pełni spełnione. Z kolei zakończenie transakcji OMT miało nastąpić wtedy, kiedy ich cele zostały osiągnięte albo w sytuacji niewypełnienia warunków programu. Po trzecie, transakcje OMT miały być skoncentrowane na krótkim krańcu krzywej dochodowości, w szczególności na obligacjach skarbowych o terminie zapadalności od roku do trzech lat¹⁹. Równocześnie nie ustalono żadnych limitów w odniesieniu do skali transakcji OMT. Po czwarte, EBC nie miał statusu wierzyciela uprzywilejowanego (ang. *pari passu treatment*). Po piąte, płynność wygenerowana w ramach programu OMT miała być w pełni sterylizowana. Po szóste, program OMT miał się charakteryzować wysokim stopniem przejrzystości w odniesieniu do skupowanych aktywów. Po siódme, co już wyżej wskazywano, wraz z ogłoszeniem programu OMT zakończony został program SMP (ECB, 2012a, s. 7–9).

EBC odniósł się także do programu OMT w kontekście traktatowego zakazu finansowania sektora publicznego ze środków banku centralnego (art. 123 TFUE). Wskazywał, że transakcje OMT w żaden sposób nie powinny zakłócić realizacji trzech celów tego zakazu, to jest zagwarantowania: stabilności cen, niezależności banku centralnego, dyscypliny fiskalnej (ECB, 2012a, s. 8). Miały to w szczególności zapewnić następujące założenia programu OMT. Po pierwsze, skup obligacji miał być prowadzony na rynku wtórnym, czyli zgodnie z artykułem 18.1 Statutu ESBC.

18 W połowie 2013 roku Europejski Mechanizm Stabilności (ESM) zastąpił dwa tymczasowe mechanizmy wsparcia finansowego, to jest Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej oraz Europejski Instrument Stabilności Finansowej (EFSF).

19 Krzywa dochodowości odzwierciedla strukturę terminową oprocentowania papierów dłużnych – najczęściej papierów skarbowych.

Po drugie, Rada Prezesów miała podejmować decyzję o rozpoczęciu transakcji OMT, jeżeli uznawała to za zasadne z perspektywy polityki pieniężnej. Równocześnie Rada Prezesów miała pełną niezależność w zakresie uruchomienia, kontynuacji oraz zawieszenia tych transakcji. Po trzecie, w ocenie EBC podporządkowanie emitenta obligacji, stanowiących przedmiot transakcji OMT, wymogom programu ESM miało być gwarancją dyscypliny fiskalnej (ECB, 2012a, s. 8).

3.4. Antykryzysowe działania EBC z obszaru funkcji LOLR

3.4.1. Działania na rzecz sektora bankowego

Uwzględniając zaproponowaną przez U. Bindseila typologię środków wykorzystywanych przez banki centralne w procesie zarządzania kryzysem finansowym (por. podrozdział 3.1), można wskazać, że w okresie od sierpnia 2007 do grudnia 2014 roku EBC stosował następujące ich rodzaje:

- 1) dostarczanie dodatkowej płynności w ramach operacji otwartego rynku,
- 2) obniżanie stopy kredytu w banku centralnym,
- 3) poszerzanie listy aktywów kwalifikowanych jako zabezpieczenia w operacjach kredytowych z bankiem centralnym,
- 4) prowadzenie operacji niestandardowych (EBC udostępniał płynność w walutach obcych).

EBC sięgnął zatem po każdy środek z grupy dostępnych dla wszystkich uprawnionych kontrahentów. Równocześnie analiza działań antykryzysowych EBC nie wykazała, by zastosował on środki przeznaczone dla pojedynczych banków czy też podjął aktywność polegającą na organizowaniu wsparcia płynnościowego (dokapitalizowania) dla instytucji finansowych przez inne podmioty. Biorąc powyższe pod uwagę, można przypuszczać, że dla ekonomistów, którzy definiują realizację funkcji LOLR jako zasilenie w środki płynne pojedynczych instytucji finansowych przez bank centralny (por. np. Matysek-Jędrzych, 2014, s. 44), EBC nie wszedł w rolę LOLR w czasie kryzysu. Przyjęcie z kolei szerszej definicji LOLR, uwzględniającej wsparcie płynnościowe banku centralnego nie tylko dla indywidualnych banków, ale także dla całego systemu bankowego, otwiera przestrzeń do prowadzenia dalszych rozważań dotyczących realizacji funkcji LOLR w strefie euro przez EBC. Takie rozumienie LOLR będzie przyjęte do analizy antykryzysowych działań EBC na rzecz sektora bankowego UGiW. Wydaje się to odpowiadać preferencji dużej części autorów dla definicji X. Freixasa i in. (2000), co zostało przedstawione w rozdziale pierwszym.

Działania EBC na rzecz całego systemu bankowego strefy euro warto rozpatrzyć pod kątem ich zgodności z tak zwanymi regułami W. Bagehota, wskazującymi, że bank centralny jako LOLR powinien udostępniać bankom nieograniczoną ilość środków pod zastaw „dobrych” papierów wartościowych i przy zastosowaniu „karnej” stopy procentowej (ang. *penalty rate*)²⁰.

Odnosząc się do pierwszej z tych zasad, nie ma wątpliwości, że udostępnienie nieograniczonego wsparcia znalazło odzwierciedlenie w procedurze FRFA, którą EBC wprowadził w październiku 2008 roku. Jak zostało wcześniej wskazane, zapowiedzią przetargów kwotowych z pełnym przydziałem była pierwsza antykrzysowa operacja EBC z sierpnia 2007 roku. Dodatkowo EBC uruchomił procedurę FRFA również w operacjach zasilających w płynność dolarową. Można jednak polemizować z G. Illingiem i P. Königiem (2014, s. 22), którzy zaliczają udostępnienie płynności w walutach obcych przez EBC do działań z obszaru funkcji LOLR. Wydaje się bowiem, że w tym kontekście „prawdziwym” LOLR był amerykański SRF.

Jakkolwiek w literaturze istnieje zgoda, że pierwsza ze wskazanych reguł, która znalazła wyraz w procedurze FRFA, została przez EBC zastosowana, tak w przypadku pozostałych dwóch pojawiły się kontrowersje. M. Bordo (2008, za: Castiglionesi, Wagner, 2012, s. 203) uważa, że – udostępniając nielimitowaną płynność – EBC (podobnie jak SRF), odrobił tylko część „lekcji” W. Bagehota. Nie uszanował bowiem zasady, że wsparcie powinno być udzielane na wysoki procent. Podobne stanowisko zajmuje B. Braun (2013, s. 431–432), twierdząc, że EBC nie zastosował wysokich stóp procentowych w ramach operacji LTRO, przez co przyczynił się do wzrostu pokusy nadużycia, towarzyszącej interwencjom LOLR. W tym kontekście M. Zygierewicz (2008, s. 76) sugeruje, że dzięki stosunkowo niskiemu oprocentowaniu pożyczek instytucje kredytowe, które skorzystały z interwencji banków centralnych działających jako LOLR (w tym EBC), mogły ograniczyć straty powstałe wskutek ich wcześniejszych ryzykownych zachowań (np. inwestowania w niepewne instrumenty finansowe). Mniej stanowczą krytykę można odnaleźć

20 W literaturze dorobek klasycznego podejścia w koncepcji LOLR jest często niesłusznie utożsamiany jedynie z rozważaniami W. Bagehota, na co zwrócono uwagę w rozdziale pierwszym. Dodatkowo sprowadza się je do trzech wyżej wskazanych reguł. Należy jednak pamiętać, że istnieją opracowania, w których kwestionuje się tę interpretację. Przykładowo analiza dokonana przez C. Goodharta (1999, s. 341) nie wykazała, by W. Bagehot postulował stosowanie „karnej” stopy procentowej. Autor, przeszukawszy *Lombard Street*, nie odnalazł żadnych odniesień do słowa *penalty* w kontekście realizacji funkcji LOLR. Na tej podstawie stwierdza, że stopa oprocentowania pożyczek powinna być wprawdzie wysoka, ale w odniesieniu do warunków sprzed kryzysu, nie zaś w jego trakcie. Konkludując, C. Goodhart uznaje „karną” stopę procentową w ujęciu W. Bagehota za mit. Niemniej jednak zdecydowano odwołać się do wyżej wskazanych zasad, traktując je jako punkt wyjścia do polemiki z autorami oceniającymi działania EBC pod kątem realizacji omawianej funkcji.

w opracowaniu G. Oganessian (2013, s. 22–23). Autorka przyznaje, że EBC nie dostosował się do omawianej reguły, ale interpretuje, że w ten sposób przeciwdziałał przekształceniu się kryzysu finansowego w kryzys wypłacalności gospodarstw domowych, rządów, przedsiębiorstw oraz instytucji finansowych o wysokich poziomach zadłużenia. Z kolei S. Eichler oraz K. Hielscher (2012, s. 555) uznają, że obniżanie stóp procentowych przez EBC było przejawem realizacji funkcji LOLR.

Ważnym głosem w tej dyskusji wydaje się być interpretacja zasady „karnej” stopy procentowej dokonana przez G. Illinga i P. Königa (2014, s. 22, przypis 20). Uważają oni, że postulując stosowanie wyższego oprocentowania, W. Bagehot nie kierował się kwestią problemu pokusy nadużycia. Ich zdaniem postulat W. Bagehota należy odnieść do czasów mu współczesnych. W systemie waluty złotej „zastrzykom” płynności towarzyszyło ryzyko zmniejszenia pokrycia w złocie, a dalej odpływu złota za granicę. Wysoka krajowa stopa procentowa miała zapobiec takiemu przebiegowi zdarzeń. Jej stosowanie nie jest jednak konieczne w systemie opartym na pieniądzu fiducyjnym. Co więcej, jak kontynuują G. Illing i P. König, W. Bagehot opowiadał się za jak najmniejszą ingerencją w mechanizm rynkowy. W szczególności chciał ograniczyć bodźce do nadmiernego gromadzenia płynności z przyczyn przezornościowych. Nie dotyczy to jednak sytuacji kryzysu systemowego, skutkującego załamaniem rynku pieniężnego. Dlatego też w okresie ostatniego kryzysu banki centralne odeszły od stosowania wyższych stóp procentowych w zamian za dodatkową płynność.

Warto zauważyć, że krytycy niedostosowania się EBC do zasady „karnej” stopy procentowej nie wskazują, jakie oprocentowanie powinien był on zastosować, działając jako LOLR dla sektora bankowego. Jak zostało wcześniej przedstawione, EBC rozpoczął luzowanie polityki pieniężnej w jej konwencjonalnym zakresie dopiero w październiku 2008 roku. Decyzje o obniżkach stóp procentowych były podejmowane w warunkach malejącej inflacji i opierały się na projekcjach wskazujących na dalsze obniżanie się tempa wzrostu cen. Biorąc chociażby pod uwagę procesy inflacyjne, trudno przypuszczać, by wskazani krytycy opowiadali się za zastosowaniem przez EBC oprocentowania obowiązującego przed kryzysem. Ponadto inne główne banki centralne, które także działały jako LOLR, dokonywały obniżek stóp procentowych. Przez dużą część analizowanego okresu stopy EBC były wyższe od odpowiednich stóp procentowych tych banków centralnych (por. wykres 6, lewa część).

Nie mniej kontrowersji w kontekście zgodności z zasadami W. Bagehota wzbudziły decyzje EBC dotyczące aktywów kwalifikowanych. Z jednej strony trudno nie zgodzić się z B. Braunem (2013, s. 431), że wiele papierów wartościowych uznawanych za „dobre” w normalnych warunkach, uzyskuje niższe oceny ratingowe w sytuacji kryzysu, przez co nie może służyć do zabezpieczania operacji

kredytowych z bankiem centralnym. Z drugiej jednak strony zawieszanie stosowania (i tak wyraźnie obniżonego w październiku 2008 r.) minimalnego ratingu kredytowego wobec instrumentów dłużnych emitowanych przez takie kraje jak Grecja, czy też Cypr wydaje się wyraźnym odejściem od zasady, że wsparcie banku centralnego powinno być udzielane jedynie pod zastaw „dobrych” papierów wartościowych. Nie jest zatem zaskakujące, że decyzje EBC z obszaru polityki zabezpieczeń spotkały się z rozbieżnymi ocenami. Przykładowo, prezes Bundesbanku – J. Weidmann – ocenia, że poluzowanie standardów dotyczących aktywów kwalifikowanych umożliwiło niewypłacalnym bankom z peryferyjnych krajów strefy euro uniknąć bankructw i restrukturyzacji (za: Wilsher, 2013, s. 265–266). Podobnie jak w przypadku zasady „karnej” stopy procentowej, G. Oganessian (2013, s. 23) ocenia, że EBC zachował się wbrew postulatowi W. Bagehota. Niemniej jednak autorka uważa, że w ten sposób EBC odegrał rolę LOLR dla banków, które nie mogły pozyskać finansowania na rynku. Przychylnie stanowisko wobec działań EBC zajęli z kolei J. Eberl i C. Weber (2014, s. 43), wskazując, że były one konieczne do skutecznej realizacji funkcji LOLR. W przeciwnym razie nie można byłoby w pełni wykorzystać procedury FRFA.

Prowadząc rozważania nad koniecznością poluzowania standardów dotyczących aktywów zabezpieczających przez EBC, warto przytoczyć jeszcze wyniki badania L. Reichlin (2014, s. 395–396). Autorka ta zauważa, że w fazie kryzysu zadłużeniowego banki w strefie euro zwiększyły udziały obligacji skarbowych „własnych” krajów w swoich bilansach. Zjawisko to, które L. Reichlin określa mianem bałkanizacji rynków finansowych UGiW (ang. *balkanization of euro area financial markets*), oznacza, że banki zlokalizowane w krajach o wysokich poziomach długów publicznych do PKB są bardziej podatne na wystąpienie negatywnych sprzężeń zwrotnych między kondycją sektora finansów publicznych a sytuacją sektora bankowego. Można zatem przypuszczać, że gdyby EBC nie zliberalizował zasad dotyczących zabezpieczeń, dostęp tych banków do operacji kredytowych z EBC, mimo obowiązywania procedury FRFA, byłby jeszcze bardziej utrudniony.

Podsumowując działania EBC na rzecz sektora bankowego w UGiW, można wskazać na następujące kwestie. Odpowiedź EBC w fazie zawirowań finansowych i fazie kryzysu finansowego była szybka, zdecydowana i prowadzona na dużą skalę. Zyskała szeroką aprobatę, w tym również przeciwników późniejszych przedsięwzięć antykryzysowych Rady Prezesów (por. np. Sinn, 2014b, s. 150). Stanowczość tej reakcji była jak najbardziej zrozumiała, biorąc pod uwagę model systemu finansowego w strefie euro. Jest on bankowo zorientowany. W przypadku przedsiębiorstw niefinansowych ponad 70% ich zewnętrznego finansowania jest dostarczane przez banki, a mniej niż 30% przez rynek finansowy (dla porównania w Stanach Zjednoczonych proporcje te kształtują się odwrotnie; Cour-Thimann, Winkler,

2013, s. 7). Dlatego też działania antykryzysowe EBC w omawianych fazach były skoncentrowane przede wszystkim na sektorze bankowym (Trichet, 2009).

Odnosząc się bezpośrednio do funkcji LOLR, EBC zaczął ją realizować wraz z wprowadzeniem procedury FRFA. Stał się wówczas LOLR dla całego sektora bankowego strefy euro. Można przy tym argumentować, że procedurę FRFA „dopełniło” poluzowanie standardów dotyczących aktywów kwalifikowanych, przy czym odbyło się to kosztem pogorszenia się bilansu EBC oraz zwiększenia prawdopodobieństwa wystąpienia hazardu moralnego w przyszłości.

3.4.2. Działania na rzecz państw członkowskich strefy euro

W swoim fundamentalnym dziele *Lombard Street*, W. Bagehot wskazywał, że w sytuacji paniki bank centralny powinien pożyczać każdemu, kto dysponuje „dobrym” zabezpieczeniem²¹. Określenie *this man and that man* pozostawia szerokie pole do interpretacji, o czym można było przekonać się w kontekście kryzysu zadłużeniowego części gospodarek strefy euro. Wówczas zaczęto prowadzić rozważania na temat EBC jako pożyczkodawcy ostatniej instancji dla rządów strefy euro (ang. *lender of last resort for sovereigns*). W dalszej części punktu 3.4.2 przedstawione zostaną najważniejsze kwestie poruszane w ramach tych rozważań w odniesieniu do trzech działań EBC z trzeciej fazy kryzysu – programu SMP, dwóch trzyletnich operacji LTRO i programu OMT.

W pierwszej kolejności warto zwrócić uwagę, że ekonomiści mają różne zdania w kwestii możliwości pełnienia przez bank centralny, a uszczegóławiając przez EBC, funkcji LOLR wobec rządów. Przykładowo, A. Winkler (2014a, s. 3, przypis 4) nie ma wątpliwości, że beneficjentami pomocy EBC jako LOLR mogą być również rządy strefy euro i, co ważne, nie jest to sprzeczne z regułami W. Bagehota. W jego interpretacji W. Bagehot postulował, aby banki centralne realizowały funkcję LOLR nie tylko wobec sektora bankowego, ale systemu finansowego jako całości. Odwołując się do zasad W. Bagehota, należy zatem uwzględnić zmiany strukturalne zachodzące w systemie finansowym. Taką zmianą było na pewno utworzenie UGiW. Niemniej jedna, jest bardzo mało prawdopodobne, że prowadzący swoje rozważania ponad sto czterdzieści lat temu W. Bagehot mógł przewidzieć, że kilkanaście europejskich krajów zdecyduje się na utworzenie unii walutowej, w której nie będzie rządu centralnego, a jej duże i niezależne kraje członkowskie będą

21 „The holders of the cash reserve must be ready not only to keep it for their own liabilities, but to advance it most freely for the liabilities of others. They must lend to merchants, to minor bankers, to this man and that man, whenever the security is good must lend to merchants, to minor bankers, to ‘this man and that man’, whenever the security is good” (Bagehot, 1873, cyt. za: Winkler, 2014a, s. 3, przypis 4).

się zadłużać na znaczącą skalę. W tym kontekście A. Winkler jest pewny, że choć W. Bagehot nie odnosił się wprost do rządów jako potencjalnych beneficjentów pomocy LOLR, dziś zaliczyłby je również do *this man and that man*.

Zdecydowanym zwolennikiem wejścia EBC na rolę LOLR dla rządów w trzeciej fazie kryzysu był P. De Grauwe (2011, s. 3 i dalsze). Jak przekonuje, rynki obligacji skarbowych w unii walutowej mają taką samą strukturę jak system bankowy. W sytuacji wystąpienia problemów z wypłacalnością w jednym kraju (np. w Grecji) posiadacze obligacji, obawiając się najgorszego, sprzedają je na innych rynkach obligacji skarbowych. W efekcie rentowności obligacji skarbowych rosną, a kryzys płynności przekształca się w kryzys wypłacalności. Takiej samonapędzającej się dynamice zdarzeń może zapobiec bank centralny działający jako LOLR na rynku skarbowych papierów wartościowych.

Z kolei były prezes Banku Anglii – M. King (Bank of England, 2011, s. 14–15) – przekonuje, że LOLR dla rządów nie istnieje. W jego opinii jest to pojęcie wykreowane przez osoby, które nie mają wiedzy, na czym polega funkcja LOLR. Beneficjentami pomocy banku centralnego jako LOLR mogą być jedynie pojedyncze instytucje bankowe, które doświadczają problemów z płynnością. Pomoc udzielana jest pod zastaw „dobrych” papierów wartościowych i według „karnej” stopy procentowej.

Wprawdzie prowadzone w punkcie 3.4.2 rozważania będą głównie skoncentrowane na argumentach gospodarczych, to jednak wielu z przywoływanych autorów podnosi kwestie dotyczące zgodności działań EBC z TFUE. W szczególności odwołują się oni do dwóch artykułów – 123 oraz 125. Stąd postanowiono przywołać ich brzmienie.

123. 1. Zakazane jest udzielanie przez Europejski Bank Centralny lub banki centralne Państw Członkowskich, zwane dalej „krajowymi bankami centralnymi”, pożyczek na pokrycie deficytu lub jakichkolwiek innych kredytów instytucjom, organom lub jednostkom organizacyjnym Unii, rządowi centralnemu, władzom regionalnym, lokalnym lub innym władzom publicznym, innym instytucjom lub przedsiębiorstwom publicznym Państw Członkowskich, jak również nabywanie bezpośrednio od nich przez Europejski Bank Centralny lub krajowe banki centralne ich papierów dłużnych.

125. Unia nie odpowiada za zobowiązania rządów centralnych, władz regionalnych, lokalnych lub innych władz publicznych, innych instytucji lub przedsiębiorstw publicznych Państwa Członkowskiego, ani ich nie przejmuje, z zastrzeżeniem wzajemnych gwarancji finansowych dla wspólnego wykonania określonego projektu. Państwo Członkowskie nie odpowiada za zobowiązania rządów centralnych, władz regionalnych,

lokalnych lub innych władz publicznych, innych instytucji lub przedsiębiorstw publicznych innego Państwa Członkowskiego, ani ich nie przejawia, z zastrzeżeniem wzajemnych gwarancji finansowych dla wspólnego wykonania określonego projektu.

Wprowadzenie programu SMP otworzyło nowy kierunek w polityce antykryzysowej EBC. Po raz pierwszy EBC zdecydował się na skup skarbowych papierów wartościowych, który był prowadzony na rynkach wtórnych. Program SMP wywołał szereg kontrowersji, w tym przede wszystkim dotyczących jego potencjalnych skutków ekonomicznych oraz zgodności z przepisami TFUE. Wydaje się przy tym, że był on częściej krytykowany, w tym nie tylko przez przeciwników interwencji EBC na rynkach obligacji skarbowych, ale również ich zwolenników. W literaturze nie ma zgody w kwestii tego, czy uruchamiając program SMP, EBC wszedł w rolę LOLR dla rządów UGiW, których obligacje nabywał.

Dla części ekonomistów wprowadzenie programu SMP było jednoznacznym przejawem realizacji funkcji LOLR wobec rządów strefy euro. Dla przykładu, taką ocenę formułują W. Buiter i E. Rahbari (2012, s. 6), dodając, że EBC jest jedyną instytucją, która może z powodzeniem odgrywać omawianą rolę w UGiW [w kontraście do powstałych w okresie kryzysu funduszy stabilizujących EFSF/ESM – uzupełnienie własne]. Zbliżone stanowisko zajmuje Z. Polański (2012b, s. 105), wskazując, że niezależnie od oficjalnego celu programu SMP (udrożnienie kanałów transmisji polityki pieniężnej), jego uruchomienie oznaczało rozpoczęcie realizacji funkcji LOLR wobec krajów, których obligacje były nabywane. Jak dalej argumentuje, wprowadzenie skali tych zakupów była niewielka w relacji do całości dostępnej podaży, to jednak wystarczająca, by transakcje nimi mogły być zawierane, czyli aby inne podmioty, w tym także prywatne, mogły je nabywać, a rządy mogły je emitować²². Również A. Winkler (2014a, s. 8) jest zdania, że wprowadzając program SMP, EBC stał się LOLR dla rządów. Niemniej jednak autor zauważa, że niemal następnego dnia EBC został poddany surowej krytyce, formułowanej głównie przez niemieckich ekonomistów, w tym ówczesnego prezesa Bundesbanku – A. Webera oraz członka zarządu EBC – J. Starka²³. W jej obliczu EBC powstrzymał się od konsekwentnego działania jako LOLR dla rządów i prowadził jedynie limitowane interwencje, co – w ocenie A. Winklera – było sprzeczne z postulatem W. Bagehota o konieczności udzielania nieograniczonego wsparcia przez bank centralny działający jako LOLR.

22 W późniejszej swojej pracy Z. Polański (2014, s. 130–131) wyraża już wątpliwości, czy wprowadzenie programu SMP można uznać za przejaw realizacji przez EBC omawianej funkcji wobec rządów.

23 Obaj przedstawiciele Niemiec zrezygnowali z pełnionych przez siebie stanowisk w 2011 roku w otwartym proteście przeciwko polityce EBC.

Limity nabywanych papierów w ramach programu SMP były tym jego założeniem, które dla wielu ekonomistów nie pozwalało uznać EBC za LOLR dla rządów UGiW. Krytykowali oni również komunikację EBC dotyczącą tego programu. Przykładowo, w opinii G. Illinga i P. Königa (2014, s. 28) EBC okazał się mało wiarygodny w przeciwdziałaniu rozpadowi UGiW, kiedy ogłosił, że zakupy obligacji będą prowadzone w limitowanej skali (na bieżąco ustalonej przez Radę Prezesów), a sam program SMP jest jedynie doraźnym działaniem, które zostanie wycofane tak szybko, jak tylko to będzie możliwe. W ocenie autorów przesądziło to o jego krótkotrwałej skuteczności (w postaci spadku rentowności obligacji skarbowych peryferyjnych krajów UGiW). Podobne stanowisko zajmuje B. DeLong (2011, za: Bindseil, Jabłecki, b.d., s. 31), dodając, że EBC nie mógł wybrać bardziej bezskutecznego sposobu wdrażania programu skupu obligacji. Zdaniem R. Portesa (2014, s. 429) nabywanie obligacji skarbowych *ad hoc* było wprowadzone przez EBC jako pewna forma konstruktywnej niejednoznaczności. Niemniej jednak działanie opóźnione i pod presją okazało się bardzo kosztowne [eskalacja kryzysu zadłużeniowego, pogarszająca się sytuacja gospodarcza peryferyjnych krajów strefy euro, wprowadzenie bolesnych reform gospodarczych – tzw. *austerity measures* – uzupełnienie własnej]. Dlatego też należałoby mówić raczej o destrukcyjnej dwuznaczności. Podobnie jak wyżej przywoływani ekonomiści, również G. Oganessian (2013, s. 24) krytykuje limity nabywanych papierów, podkreślając sprzeczność z postulatem W. Bagehota i krótkotrwałe efekty programu SMP. Ponadto autorka negatywnie ocenia założenie o zachowaniu przez EBC statusu wierzyciela uprzywilejowanego oraz brak transparentności w zakresie kryteriów wykorzystywanych przez EBC przy zakupach konkretnych papierów²⁴. Ostatni punkt krytyki G. Oganessian jest podzielany przez S. Eichlera i K. Hielschera (2012, s. 558), którzy generalnie pozytywnie oceniają politykę antykrzysową EBC. Wyrażają jednak obawę, że brak przejrzystości dotyczącej skupu prowadzonego w ramach SMP może mieć negatywne skutki dla skuteczności przyszłej polityki pieniężnej EBC. Autorzy łączą to ze stosunkowo krótkim okresem (w porównaniu do innych głównych banków centralnych), w którym EBC budował swoją wiarygodność. S. Flejterski oraz P. Czysz (2012, s. 159) mówią wprost, że skupowanie przez EBC obligacji skarbowych o „śmiciowym” ratingu jest „ciosem w reputację EBC”.

Niezależnie od tego, czy uruchomienie programu SMP jest utożsamiane z wejściem EBC w rolę LOLR dla rządów UGiW, czy też nie, w literaturze istnieje zgoda, że (jedynym) celem tej inicjatywy nie było przywrócenie sprawnego funkcjonowania mechanizmu transmisyjnego, ale umożliwienie krajom objętym tym programem zaciągnięcia nowego długu na rynku pierwotnym (przez obniżenie

24 EBC podał dane dotyczące kompozycji portfela SMP dopiero w lutym 2013 roku (por. wykres 9).

rentowności ich obligacji skarbowych). Poniżej przedstawione zostaną najczęściej podnoszone kwestie w dyskusji między zwolennikami i przeciwnikami programu SMP w kontekście realizacji jego nieoficjalnego celu.

Pozytywnie program SMP ocenia Z. Polański (2012a, s. 279). Uznaje, że gdyby EBC nie zdecydował się na skup obligacji skarbowych, ich emitenci nie byłoby w stanie ich sprzedawać albo zrobiliby to z takim oprocentowaniem, którego nie dałoby się obsłużyć w przyszłości. W podobnym tonie wypowiadają się W. Buiter i E. Rahbari (2012, s. 25). Przekonują, że prowadząc interwencje na rynkach obligacji skarbowych, EBC zapobiegł poważnym zaburzeniom finansowym, które mogłyby wystąpić wskutek bankructw (prawdopodobnie) wypłacalnych banków i krajów strefy euro w maju 2010 roku, a następnie sierpniu, październiku i listopadzie 2011 roku. Autorzy ci zauważają także niedoskonałości programu SMP. W ich ocenie skup obligacji skarbowych na rynku pierwotnym byłby bardziej efektywny od analogicznych działań prowadzonych na rynku wtórnym. W tym kontekście wychodzą oni z odważną propozycją zniesienia artykułu 123 TFUE, co umożliwiłoby dyskrecjonalne nabywanie przez EBC skarbowych papierów dłużnych zarówno na rynku wtórnym, jak i pierwotnym. Wydaje się jednak, z czego autorzy zdają sobie sprawę, że – ze względów politycznych – byłoby to bardzo trudne do zrealizowania. Przykładowo: jeden z głównych krytyków programów SMP i OMT – H.-W. Sinn (2014b, s. 259) odwołuje się do artykułów 123 i 125 TFUE jako warunków akceptacji przez Niemcy projektu wspólnej waluty. Inną wadą programu SMP, której poświęcają uwagę W. Buiter i E. Rahbari, był brak uzależnienia interwencji EBC od zmian w polityce gospodarczej krajów objętych programem. Równocześnie analiza zdolności obsługi zadłużenia przez te kraje nie była warunkiem udzielenia pomocy w ramach programu SMP. Dlatego też tak zaprojektowana pomoc LOLR może osłabiać bodźce do zachowania dyscypliny fiskalnej.

Pozostając przy drugim z obszarów krytyki programu SMP W. Buitera i E. Rahbari, wyrażone przez nich obawy nie okazały się bezpodstawne. Warto zauważyć, że EBC podejmował pewne próby wpływania na dyscyplinę fiskalną krajów, których walory nabywał. Można tu przytoczyć fragment decyzji w sprawie ustanowienia programu SMP, wskazujący, że EBC bierze pod uwagę: „[...] zobowiązania rządów niektórych państw członkowskich należących do strefy euro dotyczące przyspieszenia konsolidacji fiskalnej i zapewnienia trwałej stabilizacji finansów publicznych” (ECB, 2010b, s. 8). Choć deklaracja ta wydaje się mało konkretna, to jednak na jej podstawie można było dokonać następującej interpretacji: bez podjęcia wskazanych zobowiązań EBC nie zdecydowałby się na wprowadzenie programu SMP. Na ryzyko związane z takim nieformalnym uwarunkowaniem zwracają uwagę Z. Darvas i S. Merler (2013, s. 14). Przed rozpoczęciem skupu obligacji skarbowych Włoch (sierpień/wrzesień 2011 r.) EBC wystosował list do rządu tego

kraju, w którym wymienił reformy gospodarcze, które – jego zdaniem – powinny zostać przeprowadzone. Nie odniósł się bezpośrednio do programu SMP, to jest nie uzależnił wprost prowadzenia interwencji od dokonania przez Włochy proponowanych reform. EBC rozpoczął skup włoskich papierów skarbowych krótko po wysłaniu listu. W ich wyniku zmniejszyła się presja rynkowa na Włochy (przynajmniej w krótkim okresie). Niedługo później włoski rząd wycofał się z zapowiadanego wcześniej podatku „solidarnego” (ang. *solidarity tax*). Opisana sytuacja dowodzi, że obawy o wystąpienie problemu pokusy nadużycia przy założeniu nieformalnego uwarunkowania są jak najbardziej słuszne. Stąd też można przypuszczać, że „doświadczenia” z programem SMP miały wpływ na ustanowienie formalnego uwarunkowania dotyczącego zmian w polityce państwa UGiW w ramach programu OMT. Istnieją jednak wątpliwości, czy rolę EBC – technokratycznej instytucji, która została powołana do prowadzenia polityki pieniężnej – jest projektowanie reform gospodarczych w krajach strefy euro.

Krytycy programu SMP uznają jego uruchomienie za wyjście przez EBC poza swój mandat. Przykładowo, w ocenie D. Wilshera (2013, s. 257–260) wprowadzenie programu SMP w połączeniu z obniżeniem standardów dotyczących zabezpieczeń kwalifikowanych stanowiło przysłowiowe przekroczenie Rubikonu, co nigdy nie powinno było nastąpić. Podobne stanowisko zajmuje K. Mitrega-Niestrój (2011, s. 178), wskazując, że EBC „wyszedł” daleko poza rolę LOLR i stał się „przedstawicielem” polityki fiskalnej. Naruszył przy tym dwie zasady – odpowiedzialności każdego kraju za swoje finanse oraz niezależności banku centralnego od rządów. Autorka dodaje, że takie działania EBC podają w wątpliwość jego wiarygodność jako banku centralnego.

Stanowczy sprzeciw wobec interwencji EBC na rynkach skarbowych papierów wartościowych strefy euro wyrażano w Niemczech²⁵. H.-W. Sinn (2014a, s. 11) nie ma wątpliwości, że uruchamiając program SMP, EBC złamał traktatowy zakaz finansowania sektora publicznego przez bank centralny. Jak przekonuje, nie ma żadnej różnicy między nabywaniem obligacji skarbowych bezpośrednio od rządów a prowadzeniem analogicznych działań przy pomocy strony trzeciej (sektora bankowego). Rząd może bowiem sprzedać obligacje bankowi centralnemu za pośrednictwem „zaprzyjaźnionej” instytucji kredytowej. Odnosząc się bezpośrednio do skupu prowadzonego w ramach programu SMP, H.-W. Sinn wskazuje, że banki komercyjne w strefie euro musiały czekać kilka dni, zanim mogły odsprzedać obligacje EBC. Najważniejsze było jednak ich przekonanie/oczekiwanie, że w razie ryzyka gwałtownego spadku cen obligacji, EBC jest gotowy do prowadzenia interwencji.

25 Szerzej na temat specyficznego niemieckiego stanowiska w: Winkler, 2014a, s. 14 i dalsze.

Kolejnym (w sensie chronologicznym) działaniem EBC, które przez niektórych ekonomistów zostało uznane za przejaw realizacji funkcji LOLR wobec rządów strefy euro było uruchomienie dwóch operacji LTRO o trzyletnim terminie zapadalności. Przykładowo, W. Buiter i E. Rahbari (2012, s. 6) oceniają, że było to pośrednie działanie LOLR. Pozostawiając tę kwestię (chwilowo) nierozstrzygniętą, w literaturze istnieje powszechne przekonanie, że wsparcie dla sektora bankowego nie było jedynym celem tych operacji. Wskazuje się, że – w zamierzeniu EBC – miały one przyczynić się do wzrostu popytu na obligacje skarbowe krajów strefy euro, które doświadczały kryzysu wiarygodności oraz trudności z finansowaniem się na rynku (por. np. Thompson, 2012, s. 12–13; Pronobis, 2013, s. 7–8).

Przyjmując, że celem wprowadzenia trzyletnich operacji LTRO było wsparcie rynku długu peryferyjnych krajów UGiW, należy zauważyć, że były one mniej kontrowersyjne niż program SMP. Jak nieco ironicznie, aczkolwiek sugestywnie, przedstawiają to przywoływani wyżej W. Buiter i E. Rahbari (2012, s. 28–29), nawet niemieccy profesorowie prawa nie byłoby w stanie zaskarżyć tego działania EBC w oparciu o artykuł 123 TFUE.

Uruchamiając trzyletnie operacje LTRO, EBC chciał, zdaniem wielu komentatorów, osiągnąć efekt w postaci wzrostu popytu na obligacje skarbowe najbardziej zadłużonych członków UGiW, co dalej miało skutkować spadkiem rentowności tych papierów. Udostępnienie tanich (subsydiowanych) oraz nieograniczonych w skali pożyczek (dzięki procedurze FRFA) miało zachęcić banki komercyjne do nabywania wysoko oprocentowanych, choć ryzykownych, dłużnych papierów wartościowych peryferyjnych krajów UGiW (głównie Hiszpanii i Włoch). Zgodnie z danymi przedstawianymi przez H.-W. Sinna (2014a, s. 9–10) trzyletnie operacje LTRO skłoniły banki hiszpańskie do zwiększenia zasobów krajowych obligacji skarbowych o 26% w okresie od rozpoczęcia programu do końca stycznia 2012 roku, a banki włoskie o 31% do końca lutego 2012 roku. Wskazywano przy tym, że władze peryferyjnych krajów UGiW wywierały presję na banki komercyjne (a także na fundusze emerytalne oraz ubezpieczeniowe), by nabywały one, często na rynkach pierwotnych, więcej skarbowych papierów dłużnych, niż by zamierzały bez takiego nacisku (Buiter, Rahbari, 2012, s. 28).

Po zapowiedzi przeprowadzenia dwóch trzyletnich operacji LTRO (8 grudnia 2011 r.) zaobserwowano spadki rentowności obligacji skarbowych Hiszpanii i Włoch (przede wszystkim obligacji dwuletnich). Niemniej jednak w marcu 2012 roku zaczęły one ponownie rosnąć, co w ocenie wielu komentatorów świadczyło o krótkotrwałej skuteczności tych operacji LTRO (por. np. Thompson, 2012, s. 12–13; Braun, 2015, s. 434). W tych warunkach rosły oczekiwania wobec EBC dotyczące bardziej zdecydowanego zaangażowania się w łagodzenie napięć na rynkach obligacji skarbowych w UGiW (por. np. De Grauwe, 2011).

Niewątpliwie najważniejszym, aczkolwiek najbardziej kontrowersyjnym, działaniem antykrzysowym EBC w analizowanym okresie było wprowadzenie we wrześniu 2012 roku programu OMT. Po samej jego zapowiedzi (lipiec 2012 r.) zaobserwowano wyraźne i trwałe spadki rentowności obligacji skarbowych najbardziej zadłużonych krajów strefy euro. Dlatego też duża część ekonomistów uznała, że wraz z uruchomieniem programu OMT powstrzymany został rozpad UGiW. Z kolei przeciwnicy prowadzenia przez EBC interwencji na rynkach długu publicznego, w tym przedstawiciele Bundesbanku, wskazywali, że EBC przekroczył swój mandat i naruszył traktatowy zakaz finansowania sektora publicznego przez bank centralny. Ostatecznie kwestia legalności programu OMT stała się przedmiotem dwóch postępowań sądowych – przed Federalnym Trybunałem Konstytucyjnym w Karlsruhe oraz Trybunałem Sprawiedliwości Unii Europejskiej. W ich kontekście wysuwano wiele argumentów odnoszących się bezpośrednio do kwestii LOLR dla rządów w strefie euro²⁶.

W ocenie zwolenników programu OMT jego uruchomienie świadczyło o silnej woli EBC do przeciwdziałania poważnym napięciom na rynkach finansowych UGiW i istotnie zmniejszyło ryzyko niewypłacalności dla banków i krajów (De Grauwe, Ji, 2014, s. 15; Fratzscher, Lo Duca, Straub, 2014; Hu, 2014, s. 627). Jak przekonują, EBC stał się prawdziwym LOLR dla rządów (niektórzy posługują się bardziej sugestywnym pojęciem *saviour of last resort*, które można tłumaczyć jako „wybawca ostatniej instancji” – por. Talani, 2015, s. 362). W tym kontekście podkreślają dwa założenia programu OMT – możliwość prowadzenia nieograniczonych interwencji na wybranych rynkach długu publicznego oraz rezygnację EBC ze statusu uprzywilejowanego wierzyciela (brak pierwszeństwa wykupu w razie bankructwa wspieranego rządu). Ponadto dla zwolenników programu OMT wyraźne i trwałe zawężenie spreadów między rentownościami obligacji skarbowych peryferyjnych krajów strefy euro a odpowiednich walorów niemieckich, które obserwowano od drugiej połowy 2012 roku, jest dowodem, że genezą problemów zadłużeniowych i sektora bankowego w strefie euro w trzeciej fazie kryzysu nie były (jedynie) nieodpowiedzialne działania z obszaru polityki fiskalnej części jej członków, ale (także) błędnie zaprojektowane ramy instytucjonalne (brak mechanizmów stabilizujących, w tym LOLR – por. Micossi, 2015, s. 16). Wskazywano jednak, że EBC zbyt długo zwlekał z podjęciem działań z obszaru LOLR dla rządów (Illing, König, 2014, s. 28).

Warto zwrócić uwagę na znaczenie, jakie zwolennicy programu OMT nadają samej jego zapowiedzi z lipca 2012 roku. Wówczas M. Draghi zapewnił, że

26 W 2015 roku Trybunał Sprawiedliwości UE orzekł, że program OMT jest zgodny z TFUE, a tym samym nie narusza zakazu finansowania długu przez bank centralny (Court of Justice of the European Union, 2015).

– w ramach swojego mandatu – EBC uczyni wszystko, by zachować integralność strefy euro. Jak przekonują, dzięki tej zapowiedzi, EBC, nie wydawszy ani jednego euro centa, zapobiegł runom na banki, zmniejszył niepewność i zmienność na rynkach finansowych, obniżył koszty pożyczania dla rządów, banków i przedsiębiorstw niefinansowych (w szczególności w krajach najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym) oraz zwiększył zaufanie, że strefa euro pozostanie integralnym i stabilnym obszarem walutowym (Fratzscher, Lo Duca, Straub, 2014).

Jakkolwiek zwolennicy programu OMT widzą w jego wprowadzeniu zdolność EBC do szerszej interpretacji swojego mandatu (Blot i in., 2014, s. 166), tak krytycy podnoszą, że EBC wyraźnie przekroczył swoje kompetencje, naruszając przy tym zasady traktatowe. Krótco po ogłoszeniu programu OMT Bundesbank oświadczył, że działania EBC są równoznaczne z finansowaniem rządów przez dodruk pieniądza i redystrybuują poważne ryzyka między podatnikami poszczególnych krajów. W efekcie są one nielegalne i inflacyjogenne, a w razie ich niepowodzenia Niemcy poniosą istotne koszty (Bundesbank, 2012, za: Steen, 2012; Thompson, 2012, s. 9).

Przeciwnicy programu OMT krytykują również samą interwencję słowną M. Draghiego. Przykładowo, O. Issing (2013, s. 11) uznaje ją za środek przekraczający granicę między polityką pieniężną a polityką fiskalną i jako taki zagrażający reputacji EBC. Co więcej, wskazuje, że wraz z rozpoczęciem interwencji w ramach programu OMT, EBC stanie się „zakładnikiem” polityki oraz rynków (ang. *a prisoner of politics and markets*). W pierwszym przypadku, jak przekonuje autor, EBC będzie musiał polegać na z góry zaprojektowanym uwarunkowaniu. Z kolei jako „zakładnik” rynków EBC nie będzie skłonny do zaprzestania interwencji w sytuacji niewykonania uwarunkowania. Prawdopodobne zawirowania rynkowe będą zawsze skutecznym argumentem przeciwko zaniechaniu skupu obligacji przez EBC. Również H.-W. Sinn (2014b, s. 282 i dalsze) uważa, że wypowiedź M. Draghiego była mniej udana, niż się powszechnie wydaje. W szczególności za nietrafiony uznaje argument, że nie trzeba było wydać ani jednego euro centa, by uzyskać efekt w postaci spadku rentowności obligacji skarbowych, jako że w jego ocenie program OMT stanowi kontynuację programu SMP.

Jak wcześniej wspomniano, zgodność założeń programu OMT z TFUE była przedmiotem dwóch postępowań sądowych. Towarzyszyły im wzmożone dyskusje akademickie dotyczące działań antykryzysowych EBC. Omówienie wszystkich argumentów zwolenników oraz przeciwników programu OMT wykracza poza ramy tej pracy. Uwaga zostanie skoncentrowana na dwóch kwestiach spornych – legalności programu OMT oraz jego skutkach ekonomicznych w kontekście ingerencji podmiotów publicznych w mechanizm rynkowy.

Za punkt wyjścia może posłużyć stanowisko A. Winklera (2014b, s. 6), zgodnie z którym program OMT byłby sprzeczny z mandatem EBC, gdyby:

- 1) nabywanie obligacji skarbowych na rynkach wtórnych przez EBC było co do zasady zakazane,
- 2) rynki obligacji skarbowych nie odgrywałyby żadnej roli w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej.

Odnosząc się do pierwszego z tych warunków, należy przytoczyć artykuł 18.1 Statutu ESBC. Przyjmuje on następujące brzmienie:

18.1. Aby osiągnąć cele ESBC i wykonywać swe zadania, EBC i krajowe banki centralne mogą:

- dokonywać operacji na rynkach finansowych w formie kupna i sprzedaży bezwarunkowej (za gotówkę i na kredyt), albo z zastrzeżeniem prawa odkupu, oraz udzielając i zaciągając pożyczki wyrażone w wierzytelnościach i papierach zbywalnych, w walutach Wspólnoty lub niewspólnotowych, jak również w odniesieniu do metali szlachetnych;
- dokonywać właściwie zabezpieczonych operacji kredytowych z instytucjami kredytowymi oraz innymi uczestnikami rynku.

Uwzględniając artykuł 123.1 TFUE oraz artykuł 18.1 Statutu ESBC, prowadzenie zakupów obligacji skarbowych, które są papierami zbywalnymi, na rynkach wtórnych przez EBC nie jest zatem prawnie zakazane. Niemniej jednak przeciwnicy programu OMT przypominają regulację Komisji Europejskiej (KE) z 1993 roku, wskazującą, że wykorzystywanie „zaprzyjaźnionych” banków w celu ominięcia zakazu finansowania sektora publicznego przez bank centralny jest nieuprawnione (Machelski, 2012, s. 53).

Przechodząc do drugiego warunku, EBC argumentował wprowadzenie programu OMT dużym znaczeniem rynków obligacji skarbowych dla funkcjonowania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. W uzasadnieniu podawał, że rynki obligacji skarbowych w strefie euro są „poważnie zaburzone”, co w szczególności jest wynikiem „bezpodstawnych obaw inwestorów dotyczących możliwości rezygnacji z euro”. Transakcje OMT mają „zapewnić właściwą transmisję impulsów polityki pieniężnej” we wszystkich krajach UGiW i chronić jedność tej polityki (ECB, 2012a, s. 5).

Uszczegółowiając, rynki obligacji skarbowych odgrywają następującą rolę w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej (ECB, 2011d, s. 20–21).

- 1) są kanałem cenowym – oprocentowanie obligacji skarbowych jest jedną z głównych determinant oprocentowania, jakie podmioty prywatne (przedsiębiorstwa finansowe i niefinansowe) płacą przy emisji własnych obligacji; w warunkach poważnych zaburzeń na rynku obligacji skarbowych krótkoterminowe stopy procentowe banku centralnego nie przekładają się

w odpowiednim stopniu na długoterminowe stopy procentowe, które mają znaczenie dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, a dalej dla procesów cenotwórczych;

- 2) są kanałem bilansowym – gwałtowny spadek cen obligacji skarbowych prowadzi do znaczących strat w portfelach instytucji sektora finansowego i nie-finansowego; w efekcie zdolność banków do kredytowania gospodarki zostaje ograniczona;
- 3) są kanałem płynnościowym – w sytuacji wyjątkowo niskiej płynności na rynkach obligacji skarbowych wykorzystywanie tych obligacji jako zabezpieczeń w operacjach refinansujących zmniejsza się; tym samym dostępność kredytów bankowych ulega pogorszeniu.

Biorąc powyższe pod uwagę, Z. Darvas i S. Merler (2013, s. 13) nie mają wątpliwości, że skup obligacji skarbowych przez EBC, skutkujący wzrostem ich cen i obniżeniem rentowności, oddziałuje w kierunku spadku rentowności obligacji podmiotów prywatnych, poprawy kondycji banków, a w konsekwencji zwiększenia przez nie akcji kredytowej, ułatwienia bankom dostępu do płynności. W ocenie autorów, gdyby EBC nie wprowadził programów SMP i OMT, strefa euro doświadczyłaby poważnej zapaści finansowej.

Krytycy programu OMT, choć wiążą funkcjonowanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej z rynkami obligacji skarbowych, uważają, że interwencje w ramach programu OMT nie służyłyby celom z obszaru polityki pieniężnej, w tym naprawie mechanizmu transmisyjnego, ale stanowiłyby finansowanie sektora publicznego ze środków banku centralnego. Swoją argumentację opierają na przekonaniu, że rynki obligacji skarbowych w strefie euro nigdy nie były zaburzone. Ich zdaniem wzrosty spreadów między rentownościami obligacji najbardziej zadłużonych państw UGiW a odpowiednich walorów niemieckich w trzeciej fazie kryzysu odzwierciedlały obawy inwestorów dotyczące wypłacalności tych krajów. Część z tych obaw, tak jak w przypadku Grecji, okazała się całkowicie uzasadniona (Weidmann, 2013 za: Winkler, 2014b, s. 8). Dlatego też krytycy programu OMT uważają, że EBC wkroczył w proces swobodnego kształtowania się cen (por. np. Sinn, 2014a, s. 27). Naruszył przy tym postanowienia artykułów 119 oraz 120 TFUE, zobowiązujące go do działania zgodnie z „zasadą otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją”. W ich kontekście wprowadzenie środków mających na celu zmniejszenie spreadów między rentownościami obligacji skarbowych musiałoby zostać poparte solidnym dowodem na zawodność rynku. W gospodarce wolnorynkowej podmioty publiczne nie mogą jednak wiedzieć, jaki jest/powinien być „właściwy” poziom stóp procentowych.

Ponadto krytycy programu OMT oceniają, że jego wprowadzenie tylko pozornie pomaga najbardziej zadłużonym krajom UGiW. Nie motywuje ich bowiem

do znalezienia autonomicznego sposobu rozwiązania problemów. Przewidują, że strefa euro przekształci się w system, którego niektóre kraje i regiony będą permanentnie uzależnione od innych jego części, tak jak ma to miejsce na przykład we wschodnich Niemczech czy też włoskim Mezzogiorno (Sinn, 2014b, s. 318). Obszary te charakteryzują między innymi: zawyżone ceny dóbr, wysokie bezrobocie, ciągła zależność od transferów. Jako wzór do naśladowania podają Irlandię, która dokonała istotnej redukcji relatywnych cen w stosunku do pozostałych krajów UGiW, w szczególności dzięki obniżeniu jednostkowych kosztów pracy (dwunasto-procentowy spadek w latach 2008–2013). Działania podjęte przez Irlandię pomogły jej odzyskać konkurencyjność i poprawić saldo rachunku obrotów bieżących, co pozwoliło na nowo zyskać zaufanie inwestorów (Sinn, 2014a, s. 32).

Przedstawione wyżej argumenty krytyków programu OMT można byłoby wpisać w szerszy kontekst dyskusji na temat roli państwa w gospodarce i – na bazie ordoliberalizmu – uznać, że sprzeciwiają się oni wprowadzeniu programu OMT jako ingerencji państwa w proces gospodarczy. Na taką konkluzję nie pozwalają jednak wnioski z badania A. Winklera (2014b).

Winkler (2014b) zauważa, że niemieccy ekonomiści, którzy tak zdecydowanie protestują przeciwko realizacji funkcji LOLR wobec rządów (przez wprowadzenie programu OMT), akceptowali EBC w roli LOLR dla sektora bankowego (uruchomienie procedury FRFA). Jest to o tyle zaskakujące, że argumenty, na których bazuje krytyka wobec programu OMT, można odnieść do procedury FRFA. Przykładowo, można dowodzić, że po upadku banku Lehman Brothers rynek międzybankowy nie był zaburzony, ale funkcjonował prawidłowo; nie odzwierciedlał kryzysu zaufania, jak wskazywał Bundesbank (Weber, 2009, za: Winkler, 2014b, s. 16). Pogłębiona analiza źródeł napięć na rynku międzybankowym z lat 2008–2009 mogłaby wykazać, że odzwierciedlały one wyłącznie obawy dotyczące wypłacalności poszczególnych banków, jak pokazuje przykład niemieckiego Hypo Real Estate (HRE). Podobnie jak w przypadku niemieckich i greckich obligacji skarbowych dwa lata później, spready między oprocentowaniem kredytów dla HRE a Deutsche Banku świadczyły zatem o różnym postrzeganiu kondycji obu tych instytucji. Sam Bundesbank przyznaje, że beneficjentami procedury FRFA były banki z (przypuszczalnymi) problemami z wypłacalnością. W tym kontekście dostarczenie przez Eurosystem płynności na pokrycie potrzeb finansowych HRE i Grecji było tak samo problematyczne. Rzekome zakłócenia odzwierciedlały *de facto* sprawne funkcjonowanie rynku: „dobre” banki oraz deponenci zorientowali się, że popełnili błąd pożyczając „złym” bankom w latach przed kryzysem i chcieli ten błąd skorygować. Wprowadzając procedurę FRFA, EBC wkroczył w mechanizm swobodnego kształtowania się cen w celu selektywnego finansowania indywidualnych banków, nie zaś przeciwdziałania „dysfunkcjonalności”.

Kontynuując wywód, można przekonywać, że procedura FRFA jest sprzeczna z podstawowymi zasadami gospodarki rynkowej. Podmioty publiczne nie są bowiem uprawnione do dokonywania oceny, jaka powinna być rynkowa stopa procentowa. W drugiej fazie kryzysu procedura FRFA miała zatem dokładnie taką samą rolę do odegrania, o którą oskarża się program OMT (w kontekście państw), czyli miała pomóc bankom komercyjnym uniknąć wyższych stóp procentowych. Ponadto EBC uległ presji zewnętrznej, sugerującej, że dojdzie do załamania rynku, jeżeli nie podejmie on odpowiednich działań. Procedura FRFA powinna zostać wycofana, ponieważ upadek pojedynczych banków będzie miał przede wszystkim wpływ na stabilność finansową, nie zaś cenową. Tak jak w przypadku potencjalnego wyjścia pojedynczych krajów z UGiW, tak potencjalne wyjście indywidulanych banków z systemu finansowego nie uzasadnia reakcji polityki pieniężnej. Odwoływanie się do kluczowej roli banków w systemie finansowym strefy euro powinno być tak samo uwzględniane przy projektowaniu polityki pieniężnej, jak odwoływanie się do znaczenia rynków obligacji skarbowych dla prawidłowego funkcjonowania mechanizmu transmisyjnego.

Warto jednak podkreślić, że podstawowym kontrargumentem wobec „niemieckiej” krytyki jest wyraźny i trwały spadek rentowności obligacji skarbowych peryferyjnych krajów UGiW po zapowiedzi i wprowadzeniu programu OMT. Miał on miejsce mimo istotnego pogorszenia się fundamentów makroekonomicznych analizowanej grupy gospodarek w trzeciej fazie kryzysu (m.in. spadek PKB, wzrost niestabilności sektora finansów publicznych, pogorszenie się konkurencyjności). Skuteczność programu OMT w łagodzeniu napięć na rynku obligacji skarbowych w strefie euro będzie przedmiotem badania empirycznego, którego wyniki przedstawione zostaną w rozdziale czwartym.

Podsumowanie

Podsumowując rozważania prowadzone w rozdziale trzecim, można wysunąć następujące wnioski:

1. W okresie od sierpnia 2007 do grudnia 2014 roku EBC podejmował działania w odpowiedzi na zmieniające się warunki gospodarcze – od pierwszych zawirowań na rynkach finansowych do kryzysu zadłużeniowego części krajów UGiW. Część z wprowadzonych w tym okresie środków jest nadal utrzymywana, co sprzyja formułowaniu hipotezy, że kryzys w strefie euro jeszcze się nie zakończył.
2. Funkcja LOLR stała się jedną z podstawowych kwestii w czasie kryzysu, co było zgodne z przewidywaniami wielu ekonomistów z okresu prac nad

kształtem UGiW (por. rozdział drugi). Mimo braku jakichkolwiek odniesień do realizacji omawianej funkcji w TFUE, EBC wszedł w rolę LOLR wobec sektora bankowego wraz z uruchomieniem procedury FRFA w połączeniu z obniżeniem standardów dotyczących zabezpieczeń kwalifikowanych. Można przy tym argumentować, że – podobnie jak inne główne banki centralne świata – nie postąpił on zgodnie ze wszystkimi tak zwanymi zasadami W. Bagehota. Wniosek ten jest zasadny przy założeniu, że funkcja LOLR obejmuje działania banku centralnego wobec całego sektora finansowego. EBC nie prowadził natomiast działań z obszaru LOLR skierowanych do indywidualnych podmiotów.

3. Szczególnie wiele kontrowersji w czasie kryzysu wzbudzały dwa programy skupu aktywów – SMP i OMT. W przypadku drugiego z nich wskazuje się, że EBC wszedł w rolę LOLR dla rządów. Od jego zapowiedzi (lipiec 2012 r.) obserwuje się wyraźny i trwały spadek napięć na rynkach obligacji skarbowych najbardziej zadłużonych krajów strefy euro. Dotychczas EBC nie przeprowadził ani jednej interwencji w ramach programu OMT.

4. EBC jako pożyczkodawca ostatniej instancji – weryfikacja empiryczna

Wstęp

Celem rozdziału czwartego jest przeprowadzenie badania empirycznego, pozwalającego ocenić, jak wejście przez EBC w rolę LOLR dla rządów wpłynęło na przebieg kryzysu w strefie euro. Przedmiotem badania jest kształtowanie się spreadów dziesięcioletnich obligacji skarbowych (względem odpowiednich walorów niemieckich) dla grupy złożonej z peryferyjnych krajów strefy euro oraz grupy kontrolnej, którą tworzą wybrane gospodarki tak zwanego centrum UGiW¹. Okres badawczy obejmuje lata 2001–2015². Wyróżniono trzy podokresy: przedkryzysowy, kryzysu poprzedzający wprowadzenie programu OMT, obowiązywania programu OMT.

Niniejszy rozdział składa się z pięciu podrozdziałów. W pierwszym z nich opisano sytuację na rynku obligacji skarbowych w strefie euro od jej powstania do 2015 roku. W drugim podrozdziale dokonano przeglądu literatury poświęconej determinantom spreadów. W szczególności analizowano wnioski płynące z trzech kierunków badań:

- 1) określających rolę czynników fundamentalnych i niefundamentalnych w objaśnianiu spreadów,

1 Uściślając, w rozdziale czwartym spready będą rozumiane jako różnice w rentownościach obligacji skarbowych poszczególnych państw strefy euro a rentownościach obligacji niemieckich o tym samym terminie zapadalności.

2 Badanie prowadzone jest dla okresu wykraczającego poza przyjęty w pracy okres badawczy (sierpień 2007 r. – grudzień 2014 r.), co wynika z dwóch powodów. Po pierwsze, aby zidentyfikować efekty programu OMT, należy uwzględnić odpowiednio wiele (możliwie jak najwięcej) obserwacji z okresu po jego wprowadzeniu. Po drugie, włączenie obserwacji sprzed wybuchu ostatniego kryzysu pozwoli na dokonanie analizy porównawczej dla poszczególnych podokresów. Równocześnie wyniki badania będą mogły być zestawione z wnioskami płynącymi z innych prac, w których dokonywano podobnych periodyzacji.

- 2) sprawdzających wrażliwość spreadów na newsy makroekonomiczne i polityczne, a także decyzje agencji ratingowych,
- 3) weryfikujących wpływ działań antykryzysowych podejmowanych przez EBC na sytuację na rynku obligacji skarbowych.

Kolejne części rozdziału poświęcone są badaniu empirycznemu. W trzecim podrozdziale przedstawiono potencjalne determinanty obligacji skarbowych, obliczając podstawowe statystyki opisowe i współczynniki korelacji dla dwóch grup krajów. Opis metodologii zaprezentowano w czwartym podrozdziale. W ostatniej części rozdziału przedstawiono i zinterpretowano otrzymane wyniki.

4.1. Rentowności obligacji skarbowych krajów strefy euro – perspektywa historyczna

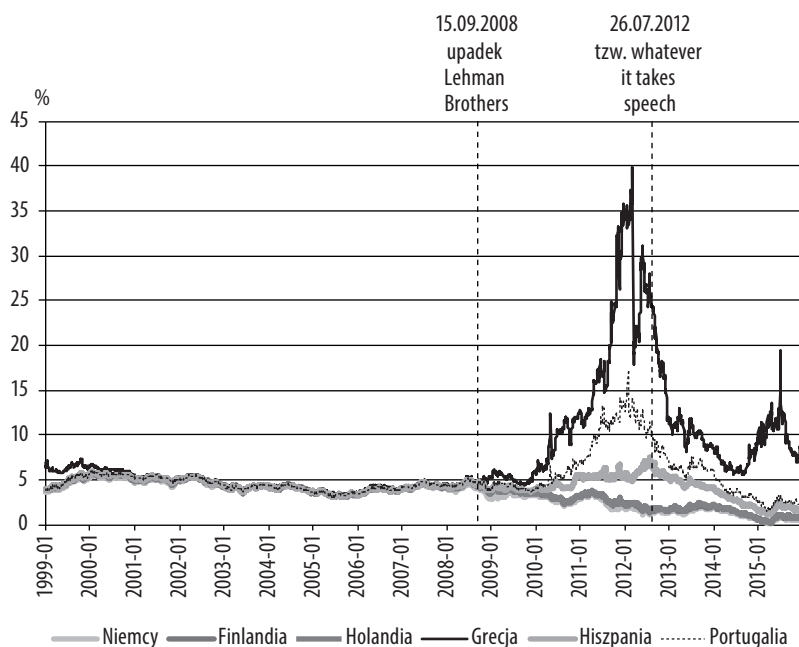
Analizując kształtowanie się rentowności obligacji skarbowych krajów strefy euro w latach 2001–2015, można wyszczególnić kilka faz. Zostaną one scharakteryzowane poniżej.

Proces konwergencji rentowności obligacji skarbowych krajów UGiW, który rozpoczął się przed wprowadzeniem euro 1 stycznia 1999 roku, był kontynuowany w pierwszych latach jej funkcjonowania (por. wykres 11). Po ich początkowym wzroście, który związany był z pęknięciem bańki internetowej i pojawieniem się niepewności po atakach terrorystycznych z 11 września 2001 roku (Barrios i in., 2009, s. 4), spready wobec niemieckich obligacji skarbowych zmniejszyły się. Do lipca 2007 roku obligacje skarbowe poszczególnych krajów strefy euro były postrzegane jako bliskie substytuty, mimo utrzymujących się wyraźnych różnic w sytuacji fiskalnej poszczególnych emitentów (przykładowo w latach 1999–2007 średnia różnica między długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych Grecji i Irlandii wyniosła 72,7 pkt proc.)³. Zjawisko to skłoniło wielu ekonomistów do podjęcia badań dotyczących roli zmiennych odzwierciedlających fundamenty makroekonomiczne (w tym przede wszystkim kondycję fiskalną danej gospodarki) w determinowaniu spreadów. Wyniki tych badań wskazują, że przed wybuchem kryzysu rentowności obligacji skarbowych krajów UGiW były w dużej mierze determinowane niskim poziomem globalnej awersji do ryzyka, mierzonej na przykład za pomocą wskaźnika VIX⁴ (por. np. Barrios i in., 2009; Giordano, Pericoli, Tommasino, 2013; por. też podrozdział 4.2). W okresie poprzedzającym wybuch

3 Zgodnie z danymi Eurostatu.

4 Indeks VIX mierzy zmienność implikowaną na podstawie cen opcji na indeks S&P 500. Wzrost indeksu wskazuje na intensyfikację napięć na globalnych rynkach finansowych (NBP, 2016, s. 138).

kryzysu obserwowano ograniczenie zmienności makroekonomicznej oraz towarzyszący mu spadek premii za ryzyko w wielu segmentach rynku, oddziałujący w kierunku zmniejszania się spreadów kredytowych w wielu klasach aktywów. Równocześnie, jak wskazują S. Manganelli i G. Wolswijk (2009), na zmniejszenie różnic w rentownościach obligacji skarbowych krajów strefy euro miały także wpływ takie czynniki jak: eliminacja ryzyka kursowego i inflacyjnego, proces doganiania (ang. *catching-up*), harmonizacja procedur clearingowych i rozliczeniowych, a także postępująca konwergencja systemów podatkowych.



Wykres 11. Wskaźniki rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych wybranych krajów UGiW

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Thomson Reuters Eikon.

W sierpniu 2007 roku doszło do wybuchu paniki na amerykańskim rynku międzybankowym, co powszechnie uważane jest za początek ostatniego kryzysu. Obserwowano wzrost globalnej awersji do ryzyka oraz zjawiska ucieczki w bezpieczestwo i płynność (ang. *flight-to-safety*, *flight-to-liquidity*). W strefie euro przybrały one formę wzrostu popytu na niemieckie obligacje skarbowe. Równocześnie doszło do wzrostu różnic między stopami dochodowości obligacji poszczególnych członków UGiW względem odpowiednich walorów Niemiec. Tendencja ta pogłębiała się w 2008 roku. Szczególnie silny wzrost spreadów nastąpił po upadku banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 roku. Dla grupy składającej się z peryferyjnych

krajów UGiW (Grecja, Hiszpania, Irlandia, Portugalia, Włochy) w okresie od sierpnia 2007 do grudnia 2008 roku średni wzrost spreadów wyniósł 135 punktów bazowych. Z kolei w przypadku Austrii, Holandii i Finlandii spready zwiększyły się średnio o 20 punktów bazowych. Wraz z obniżaniem się globalnej awersji do ryzyka od drugiego kwartału 2009 roku napięcia na rynku obligacji skarbowych w strefie euro zaczęły się zmniejszać.

Sytuacja na rynku obligacji skarbowych w UGiW pogorszyła się ponownie pod koniec 2009 roku. Jak już wcześniej wspomniano (por. podrozdział 3.1), jesienią tego roku w Grecji odbyły się wybory parlamentarne. Nowo wybrany rząd G. Papandreou ogłosił, że sytuacja fiskalna tego kraju jest o wiele gorsza, niż wcześniej utrzymywano. W szczególności ujawniono, że deficyt sektora jednostek rządowych i samorządowych w 2009 roku wyniesie 12,7% PKB, czyli będzie o 9 pkt proc. wyższy niż zakładano na początku 2009 roku (Ministerstwo Finansów, 2010, s. 14). W świetle tych informacji główne agencje ratingowe zaczęły obniżać oceny wiarygodności kredytowej Grecji (jako pierwsza rating „śmieciowy” Grecji nadała agencja Standard & Poor’s pod koniec kwietnia 2010 r.). W efekcie w maju 2010 roku rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych Grecji przekroczyły poziom 1000 punktów bazowych. Podobnych napięć, choć w mniejszej skali, doświadczyły inne kraje strefy euro, których kondycja fiskalna (na tle pozostałych członków UGiW) była słaba, to jest Irlandia i Portugalia, a następnie Hiszpania i Włochy. Różnice w rentownościach dziesięcioletnich obligacji skarbowych peryferyjnych krajów strefy euro i odpowiednich instrumentów niemieckich zwiększały się na przestrzeni 2011 roku, osiągając w grudniu tego roku poziom 3000, 1100 i 500 punktów bazowych odpowiednio dla Grecji, Portugalii i Włoch. Po pewnym uspokojeniu w pierwszych miesiącach 2012 roku doszło do ponownej intensyfikacji napięć na rynku obligacji skarbowych w strefie euro. W ocenie EBC wzrost spreadów wynikał z nieuzasadnionych obaw części inwestorów dotyczących możliwości (częściowej) rezygnacji z euro i powrotu do walut narodowych (ECB, 2012a, s. 3). W tych warunkach, dostrzegając ryzyko dla utrzymania stabilności cen w strefie euro, EBC zdecydował o wprowadzeniu programu OMT.

Od trzeciego kwartału 2012 roku obserwowano wyraźny trend spadkowy rentowności obligacji skarbowych peryferyjnych krajów strefy euro. Przykładowo w grudniu 2012 roku różnice w rentownościach w stosunku do obligacji niemieckich dla Hiszpanii i Włoch były średnio o 150 punktów bazowych niższe niż w lipcu tego roku, kiedy napięcia na rynku omawianych instrumentów były najsilniejsze. W kolejnych latach spready nadal spadały, mimo że kondycja finansów publicznych większości krajów z analizowanej grupy zaczęła się poprawiać dopiero w drugiej połowie 2014 roku. W efekcie w 2015 roku spready zbliżyły się do poziomów notowanych przed wybuchem kryzysu zadłużeniowego (przełom lat 2009/2010). Jedynie

w przypadku Grecji nastąpiło odwrócenie trendu spadkowego, kiedy pod koniec 2014 roku, wraz z pojawieniem się napięć o charakterze politycznym, rentowności obligacji skarbowych zaczęły ponownie rosnąć.

4.2. Przegląd literatury na temat kształtowania się rentowności obligacji skarbowych krajów strefy euro, ze szczególnym uwzględnieniem okresu kryzysu⁵

Od wybuchu kryzysu powstało wiele prac poświęconych determinantom rentowności obligacji skarbowych krajów UGiW. Przeprowadzone badania różnią się ze względu na okres analizy, grupę krajów, częstotliwość danych, metodę badawczą i zestaw uwzględnianych regresorów. W większości z nich, podobnie jak w niniejszym badaniu, jako zmienną objaśnianą przyjęto różnicę między rentownościami dziesięcioletnich obligacji skarbowych poszczególnych krajów strefy euro a rentownościami odpowiednich obligacji skarbowych Niemiec. W szczególności można wskazać trzy kierunki badań.

W ramach pierwszej grupy badań koncentrowano się na porównaniu determinant spreadów w dwóch podokresach – przed kryzysem i po jego wybuchu (przy czym daty rozgraniczające te dwa podokresy w poszczególnych badaniach różnią się). W omawianych pracach zmienne niezależne dzielone są na zmienne charakteryzujące sytuację makroekonomiczną emitenta (ang. *country-specific, fundamental determinants*) oraz zmienne odzwierciedlające sytuację w gospodarce światowej czy też, zawężając, w wybranej grupie krajów (np. w UGiW, w grupie krajów rozwiniętych itp.).

Przykładowo, L. Oliveira, J. Curto i J. Nunes (2012, s. 298–302) badali kształtowanie się spreadów dla obligacji skarbowych Austrii, Belgii, Francji, Holandii oraz Hiszpanii, Portugalii i Włoch w dwóch podokresach: od stycznia 2000 do lipca 2007 roku i od sierpnia 2007 do grudnia 2010 roku. Rezultaty ich badania wskazują, że w okresie przedkryzysowym zdolność zmiennych charakteryzujących sytuację makroekonomiczną analizowanych gospodarek do objaśniania spreadów była słaba. Autorzy interpretują, że przed kryzysem rynki finansowe postrzegały ryzyko kredytowe związane z inwestowaniem w obligacje skarbowe krajów UGiW jako nieznaczne (mimo pogarszających się fundamentów makroekonomicznych w części z nich) i dlatego nie wywierały dyscyplinującej presji na rządy, by podejmowały one działania ukierunkowane na poprawę sytuacji finansów publicznych. Z kolei w okresie kryzysu, wraz ze wzrostem awersji do ryzyka, rola kategorii

5 Por. Stawasz-Grabowska, Grabowski, 2018, s. 116–123.

fundamentalnych, w tym długu publicznego i salda rachunku obrotów bieżących, w objaśnianiu spreadów zwiększała się. Kraje odnotowujące najwyższe relacje długu publicznego do PKB oraz najwyższe deficyty na rachunku obrotów bieżących doświadczyły największych przyrostów spreadów. Do podobnych wniosków dochodzą K. Bernoth i B. Erdogan (2012, s. 646 i dalsze), którzy analizowali kształtowanie się spreadów dziesięciu krajów strefy euro w okresie od pierwszego kwartału 1999 do pierwszego kwartału 2010 roku. Rezultaty ich badania wskazują na zmieniający się w czasie wpływ zmiennych fiskalnych i globalnego czynnika ryzyka (przybliżanego za pomocą różnicy między rentownościami obligacji korporacyjnych o ratingu BBB a rentownościami obligacji skarbowych USA). W okresie przedkryzysowym inwestorzy nie zwracali uwagi na prognozowaną na rok do przodu relację deficytu budżetowego do PKB, ale monitorowali relację długu publicznego do PKB, choć okresowo (III kw. 2003 r. – I kw. 2004 r. i IV kw. 2005 r. – II kw. 2007 r.) również ta kategoria okazywała się nieistotna⁶. Z kolei dla okresu kryzysu oszacowania parametrów przy zmiennych fiskalnych były wyraźnie różne od zera. Autorzy ocenili, że, silny wzrost spreadów w okresie kryzysu odzwierciedlał korektę zbyt niskiej awersji do ryzyka oraz zbyt niskiej premii za ryzyko, utrzymujących się w pierwszych latach funkcjonowania UGiW. Był on przejawem dyscyplinującej funkcji rynków, którą K. Bernoth i B. Erdogan ocenili pozytywnie w kontekście nieskuteczności w egzekwowaniu postanowień Paktu Stabilności i Wzrostu.

To, czy silny wzrost spreadów części krajów UGiW, który nastąpił po wybuchu kryzysu greckiego, był spowodowany pogarszającymi się fundamentami makroekonomicznymi, w tym przede wszystkim fiskalnymi, czy też wynikał z występowania efektu zarażania analizowali R. Giordano, M. Pericoli i P. Tommasino (2013). Badaniem objętych zostało dziewięć krajów strefy euro: Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Portugalia, Włochy. W modelu wyjściowym dla okresu przedkryzysowego (styczeń 2000 r. – październik 2009 r.) autorzy otrzymali statystycznie istotne oszacowania jedynie dla dwóch zmiennych – tempa wzrostu PKB i indeksu VIX. Z kolei w okresie kryzysu (listopad 2009 r. – grudzień 2011 r.) statystycznie istotna okazała się większość uwzględnionych zmiennych niezależnych, to jest relacja długu publicznego do PKB, dynamika PKB, saldo rachunku obrotów bieżących do PKB (rezultaty nie zmieniły się znacząco przy ograniczeniu próby do peryferyjnych krajów UGiW). Uzyskane wyniki pozwoliły autorom wnioskować, że przed październikiem 2009 roku inwestorzy częściowo ignorowali kategorie makroekonomiczne przy wycenie obligacji. Z kolei w okresie kryzysu „dyskryminowali” kraje, które charakteryzowały się gorszymi (względem innych

6 Autorzy szacowali parametry modelu o zmieniających się w czasie współczynnikach (ang. *time-varying coefficient model*).

członków UGiW) fundamentami makroekonomicznymi. W ocenie R. Giordano, M. Pericologo i P. Tommasina (2013, s. 154–156) silny wzrost spreadów w krajach strefy euro o najwyższych relacjach długu publicznego do PKB oraz największych nierównowagach zewnętrznych, który miał miejsce po wybuchu kryzysu greckiego, świadczy o wystąpieniu zjawiska *wake-up-call contagion* – ujawnienie problemów Grecji skutkowało wzrostem wrażliwości inwestorów na fundamenty makroekonomiczne innych krajów strefy euro. Równocześnie wyniki badania nie potwierdziły wystąpienia zjawiska *pure contagion*, polegającego na ujawnieniu się efektów zarażania niezwiązanych z pogorszeniem się sytuacji makroekonomicznej w danym kraju ani w gospodarce światowej⁷.

Z kolei J. Beirne i M. Fratzscher (2013, s. 70 i dalsze) badali determinanty spreadów dla trzydziestu jeden gospodarek rozwiniętych i wschodzących w latach 1999–2011 (okres przedkryzysowy i kryzysu rozgranicza upadek banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r.)⁸. Przed kryzysem ryzyko krajowe w przypadku peryferyjnych krajów strefy euro było niedoszacowane, co sugeruje brak istotności wszystkich, poza saldem budżetu państwa (w proc. PKB), uwzględnionych zmiennych niezależnych⁹. W okresie kryzysu nastąpił wzrost wrażliwości rynków finansowych na kategorie makroekonomiczne, co było najbardziej zauważalne w analizowanej grupie krajów. Autorzy interpretują zmianę zależności między zmiennymi charakteryzującymi sytuację gospodarczą emitenta a spreadami w peryferyjnych krajach UGiW jako dowód na wystąpienie zjawiska *wake-up-call contagion*¹⁰, w czym są zgodni z R. Giordano, M. Pericoli i P. Tommasino (2013). Dodatkowo, wykorzystując oszacowania parametrów dla okresu kryzysu, autorzy sprawdzili, jak (na podstawie wartości kategorii fundamentalnych) powinny kształtować się spready przed wrześniem 2008 roku. Uzyskane rezultaty wskazują, że przed kryzysem spready były najbardziej zaniżone dla Grecji oraz Włoch – o ponad 400 punktów bazowych.

Determinanty spreadów dla dwóch grup krajów – części członków strefy euro oraz grupy kontrolnej, składającej się z czternastu krajów rozwiniętych, które realizują niezależną politykę pieniężną badali P. De Grauwe i Y. Ji (2013, s. 26

7 Zjawisko *pure contagion* może wynikać na przykład z nieracjonalnych zachowań stadnych.

8 W badaniu rozważano trzy modele różniące się ze względu na zmienną zależną (spready między rentownościami obligacji skarbowych a trzymiesięcznymi stopami rynku pieniężnego, stawki swapów kredytowych CDS, oceny wiarygodności kredytowej agencji Standard & Poor's).

9 Pozostałe regresory w równaniu spreadów to: dług publiczny do PKB, dynamika realnego PKB, saldo rachunku obrotów bieżących do PKB, indeks VIX. Dla kontrastu, w przypadku grupy złożonej z gospodarek wschodzących, oszacowania parametrów stojących przy większości zmiennych objaśniających były statystycznie istotne.

10 Zamiennie wprowadzają pojęcie *fundamentals contagion*.

i dalsze). Analizie poddano dane z okresu od pierwszego kwartału 2000 do trzeciego kwartału 2011 roku (2008 r. rozgranicza okres przed- i pokryzysowy). Podobnie jak w wyżej przedstawianych pracach, wyniki otrzymane przez P. De Grauwe'a i Y. Ji wskazują na wzrost wrażliwości rynków finansowych na kształtowanie się kategorii odzwierciedlających sytuację gospodarczą poszczególnych emitentów od 2008 roku. Zarówno dla strefy euro, jak i grupy kontrolnej zmienne relacja długu do PKB i przestrzeń fiskalna (relacja długu publicznego do przychodów podatkowych) okazały się nieistotne przed kryzysem. W okresie pokryzysowym były one istotne statystycznie, przy czym – jak zwracają uwagę autorzy – w przypadku strefy euro uzyskano zdecydowanie wyższe oszacowania parametrów stojących przy tych zmiennych niż w grupie kontrolnej. Jak sugerują P. De Grauwe i Y. Ji, otrzymanych rezultatów nie można interpretować w kontekście pogorszenia się sytuacji fiskalnej krajów strefy euro, ponieważ w okresie kryzysu w Japonii, Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, które współtworzą grupę kontrolną, odnotowano wyższe przyrosty relacji długu do PKB. Autorzy ci argumentują, że w przypadku pogorszenia się sytuacji fiskalnej kraje tworzące unię walutową, taką jak na przykład strefa euro, są bardziej narażone na kryzys zadłużeniowy, ponieważ emitują dług w walucie, pozostającej poza ich bezpośrednią kontrolą (tzw. *fragility hypothesis*). Ponadto autorzy sprawdzili znaczenie trzech komponentów – kategorii makroekonomicznych, efektów czasowych oraz reszt – w objaśnianiu zmian spreadów peryferyjnych krajów UGiW w okresie kryzysu. Okazało się, że jedynie w przypadku Grecji zmienne charakteryzujące jej sytuację makroekonomiczną odegrały największą rolę w objaśnianiu wzrostów badanych różnic (60%). W przypadku Portugalii i Irlandii znaczenie zmiennych czasowych i kategorii fundamentalnych wyniosło po 50%. Z kolei w przypadku Hiszpanii wzrost spreadów był głównie wynikiem negatywnego sentymentu (znaczenie efektów czasowych okazało się największe).

W ramach drugiej grupy badań podejmowano temat wrażliwości rentowności obligacji skarbowych krajów UGiW na newsy makroekonomiczne i polityczne oraz decyzje agencji ratingowych. Prace te opierają się na danych wysokiej częstotliwości. Przykładowo, R. Beetsma i in. (2013) analizowali wpływ newsów dotyczących najważniejszych wydarzeń ekonomicznych, finansowych oraz politycznych związanych z przebiegiem kryzysu w UGiW na różnice w spreadach dla dwóch grup krajów. Pierwszą z nich tworzyły peryferyjne kraje strefy euro (GIIPS), drugą – Austria, Belgia, Francja, Holandia, Szwecja i Wielka Brytania (non-GIIPS). Badanie prowadzono dla okresu od 12 lipca 2007 do 29 lutego 2012 roku, podzielonego na dwa podokresy (jako datę rozgraniczającą przyjęto przełom sierpnia i września 2009 r.). Otrzymane wyniki wskazują, że od wybuchu kryzysu greckiego spready dla danego kraju z grupy GIIPS rosły wraz ze wzrostem liczby wiadomości jego

dotyczących. Ponadto newsy związane z danym krajem z grupy GIIPS oddziaływały na kształtowanie się spreadów w innych peryferyjnych krajach strefy euro, a skala tej zależności była determinowana intensywnością powiązań między ich sektorami bankowymi (dla kontrastu skala wzajemnej wymiany handlowej okazała się nieistotna). Efekty zewnętrzne w postaci zwiększenia się spreadów wskutek wzrostu liczby newsów dotyczących peryferyjnych krajów UGiW zostały zidentyfikowane również w grupie non-GIIPS. Niemniej jednak siła tego oddziaływania była zdecydowanie słabsza (w porównaniu do relacji zachodzącej w ramach grupy GIIPS). Z kolei podział newsów na pozytywne i negatywne pokazał, że te pierwsze miały zdecydowanie mniejszy wpływ na spready zarówno w wymiarze krajowym, jak i w przypadku wystąpienia efektów zewnętrznych.

Natomiast A. Afonso, D. Furceri i P. Gomes (2012) badali wpływ decyzji trzech głównych agencji ratingowych (Moody's, Fitch i Standard & Poor's) o podwyższeniu/obniżeniu ocen wiarygodności kredytowej, a także zmianie perspektyw ratingu, na spready dla 24 krajów UE w okresie od 2 stycznia 1995 do 10 października 2010 roku. Doszli oni do następujących wniosków. Po pierwsze, ogłoszenia o zmianie zarówno ratingu, jak i jego perspektywy miały istotny wpływ na spready (przy pewnych różnicach ze względu na agencje ratingowe). Równocześnie omawiana zależność ujawniała się wyraźniej w przypadku negatywnych decyzji, podczas gdy reakcja spreadów na pozytywne decyzje była ograniczona. Po drugie, w okresie analizy dochodziło do efektów zarażania. W szczególności zmiana ratingu w danym kraju oddziaływała najsilniej na spready tych członków UE, których oceny wiarygodności kredytowej były wyższe niż w tym kraju. Po trzecie, w krajach, które doświadczyły obniżki ratingu w ostatnich sześciu miesiącach, odnotowywano wyższe spready niż w krajach o tej samej ocenie wiarygodności kredytowej, co do których agencje nie podejmowały analogicznych decyzji.

W badaniu R. De Santisa (2014) zbiór zmiennych niezależnych współtworzyły decyzje agencji ratingowych oraz wiadomości ekonomiczne dotyczące prowadzonych w strefie euro działań antykryzysowych (np. skali pomocy finansowej dla Grecji, Irlandii i Portugalii). Badaniem objęto kształtowanie się spreadów dla peryferyjnych krajów UGiW oraz Austrii, Belgii, Finlandii, Francji i Holandii w okresie od 2 stycznia 2006 do 4 grudnia 2012 roku. Analizując wzrost spreadów dla Finlandii i Holandii, których ratingi w badanym okresie utrzymywały się na poziomie potrójnego A, czyli tak jak w Niemczech, autor zidentyfikował zjawisko ucieczki w płynność na korzyść niemieckich obligacji skarbowych. Omawiany czynnik okazał się istotnie wpływać na spready także w pozostałych krajach. Po drugie, R. De Santis wskazał, że spready były determinowane przez efekty zewnętrzne z Grecji. W szczególności obniżenie oceny wiarygodności kredytowej Grecji do poziomu spekulacyjnego przełożyło się na wzrost spreadów we wszystkich

omawianych krajach, z wyjątkiem Finlandii i Holandii. Z kolei wiadomości dotyczące programów pomocy finansowej dla Grecji oddziaływały w kierunku spadku analizowanych różnic między rentownościami we wszystkich krajach. Dodatkowo autor zauważył, że sytuacja gospodarcza poszczególnych krajów, mierzona za pomocą zmiennych fiskalnych, salda rachunku obrotów bieżących, realnego efektywnego kursu walutowego oraz jednostkowych kosztów pracy, warunkowała skalę efektów zewnętrznych. Co do zasady, kraje o słabszych fundamentach fiskalnych były bardziej podatne na efekty zewnętrzne pochodzące z Grecji. Tym samym również wyniki R. De Santisa wskazują na wystąpienie zjawiska *wake-up-call contagion* w okresie kryzysu w strefie euro.

Celem wielu prac, które tworzą trzecią grupę badań, była ocena skuteczności działań antykryzysowych uruchamianych przez instytucje UE, w tym EBC. Przykładowo, J. Kilponen, H. Laakkonen i J. Vilmunen (2015) badali wpływ inicjatyw EBC podejmowanych w ramach *enhanced credit support* oraz dwóch programów skupu aktywów bezpośrednio ukierunkowanych na sytuację na rynku obligacji skarbowych – SMP oraz OMT. Autorzy wskazali, że ogłoszenia programów SMP i OMT oraz *whatever it takes speech* przyczyniły się do wyraźnego obniżenia się spreadów (względem *10-year euro swap rate*) we wszystkich badanych krajach (peryferyjne kraje UGiW oraz Niemcy i Francja). Najwyższe (co do modułu) oszacowania parametrów uzyskano dla Hiszpanii i Włoch, a nieco niższe, ale również statystycznie istotne, dla Grecji, Irlandii i Portugalii. Podobne badanie przeprowadzili M. Falagiarda i S. Reitz (2015). Wykazali oni skuteczność ogłoszeń dotyczących programów SMP oraz OMT w redukcji spreadów (w przypadku programu OMT zależność została potwierdzona dla Hiszpanii i Włoch oraz – w mniejszym stopniu – Portugalii). Z kolei C. Altavilla, D. Giannone i M. Lenza (2014), którzy koncentrowali się wyłącznie na wpływie programu OMT, przekonują, że ogłoszenia z nim związane istotnie zredukowały rentowności obligacji skarbowych Hiszpanii i Włoch (o około 200 i 100 punktów bazowych w przypadku obligacji o odpowiednio dwu- i dziesięcioletnim terminie zapadalności). W przypadku dwóch pozostałych krajów, które autorzy uwzględnili w badaniu, to jest Niemiec i Francji, wpływ tych ogłoszeń okazał się statystycznie nieistotny. Przytoczone wyżej badania pozwalają wnioskować jedynie o krótkookresowych efektach ogłoszeń programów EBC (w analizie uwzględniono kilkudniowe okna).

Trwalsze efekty ogłoszenia programu OMT zostały zidentyfikowane między innymi w pracach P. De Grauwe'a i Y. Ji (2014), C. Altavilli, D. Giannonego i M. Lenzy (2014)¹¹ oraz O. Saki, A. Fuertes i E. Kalotychou (2015). Jak wskazują pierwsi z wymienionych autorów, wyraźny spadek rentowności obligacji skarbowych

11 Autorzy badali zarówno krótkookresowy wpływ wprowadzenia programu OMT na rentowności, jak i jego długookresowy wpływ na różne kategorie ekonomiczne.

w peryferyjnych krajach UGiW od trzeciego kwartału 2012 roku nie wynikał z poprawy ich fundamentów makroekonomicznych, ale był determinowany pozytywnym sentymentem rynkowym. Poprawa nastrojów na rynku obligacji skarbowych strefy euro zbiegła się z ogłoszeniem programu OMT. Podobne wnioski płyną z badania O. Saki, A. Fuertes i E. Kalotychou (2015), którzy wskazują, że w warunkach obowiązywania programu OMT zmniejszyło się postrzegane przez rynek ryzyko kredytowe w UGiW. Z kolei C. Altavilla, D. Giannone i M. Lenza (2014) przekonują, że wprowadzenie programu OMT determinowało powrót do „normalności” w strefie euro, przejawiający się między innymi spadkiem długoterminowych stóp procentowych, poprawą ogólnej sytuacji na rynku finansowym oraz zmniejszeniem zależności systemu bankowego od refinansowania w EBC.

W tym miejscu warto zwrócić uwagę, że choć wyniki wielu badań wskazują na poprawę sytuacji na rynku obligacji skarbowych w strefie euro wskutek wprowadzenia programu OMT, to nie brakuje mniej pozytywnych ocen. Przykładowo L. de Haan, J. Hessel i J. van den End (2014, s. 251) są sceptyczni wobec łączenia spadku rentowności obligacji peryferyjnych krajów UGiW z ogłoszeniami dotyczącymi programu OMT. W szczególności wskazują na wystąpienie wielu trudnych do zmierzenia czynników, które mogły wpłynąć na zmniejszenie się omawianych różnic. Do tych czynników zaliczają między innymi decyzje o pozostaniu (pozostawieniu) Grecji w strefie euro, ustanowieniu unii bankowej oraz deklaracje państw członkowskich o przeprowadzeniu ważnych reform strukturalnych. Jak przekonują autorzy, wyszczególnione uwarunkowania nie wpływają bezpośrednio na poprawę fundamentów makroekonomicznych poszczególnych członków UGiW, ale mogą mieć istotny wpływ na zwiększenie zaufania rynków.

Przyjmując za punkt wyjścia wnioski z przytoczonych wyżej badań, w tym przede wszystkim tych, które dotyczyły roli programu OMT w łagodzeniu napięć na rynku obligacji skarbowych strefy euro, sformułowano następujące pytania badawcze.

1. Czy w okresie obowiązywania programu OMT doszło do zmiany w zakresie wrażliwości spreadów na kształtowanie się fundamentów makroekonomicznych w stosunku do okresu kryzysu poprzedzającego ogłoszenie tego programu i – jeżeli tak – jaki był jej rozmiar?
2. Jak kształtowałyby się spready, gdyby EBC nie zdecydował się na wprowadzenie programu OMT?

Wydaje się, że poszukiwanie odpowiedzi na powyższe pytania jest zasadne dopiero teraz z uwagi na fakt, że dostępne są dane obejmujące okres kilku lat od ogłoszenia programu OMT.

4.3. Opis zmiennych wykorzystanych w badaniu. Specyfikacja modelu ekonometrycznego

Zbiór potencjalnych determinant rentowności obligacji skarbowych, a w konsekwencji spreadów, skonstruowano na podstawie przeprowadzonych studiów literaturowych. Był on także warunkowany dostępnością danych. W szczególności uwzględniono następujące zmienne:

1. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych jako % PKB (*Dlug*). Wzrost tej relacji wpływa na pogorszenie się oceny ryzyka danego kraju. Spodziewany znak oszacowania parametru stojącego przy tej zmiennej jest zatem dodatni.
2. Prognozowany (na rok do przodu) deficyt (nadwyżka) sektora instytucji rządowych i samorządowych jako % PKB (*Defe*). Wykorzystanie prognozowanej, a nie rzeczywistej relacji deficytu do PKB jest często stosowane w badaniach dotyczących determinant rentowności obligacji skarbowych – w przypadku krajów strefy euro taką zmienną uwzględnili między innymi M. Arghyrou i A. Kontonikas (2012) oraz K. Bernoth i B. Erdogan (2012). Proponowane podejście odzwierciedla znaczenie, jakie rynki finansowe przypisują prognozom przy wycenie premii za ryzyko (ang. *forward looking behaviour of financial markets*). Oczekiwany znak oszacowania parametru przy zmiennej *Defe* jest ujemny.
3. Tempo wzrostu gospodarczego (*PKB*). Oczekiwany znak oszacowania parametru stojącego przy tej zmiennej jest ujemny. Dodatnia dynamika PKB sprzyja wypełnianiu zobowiązań płatniczych. Z kolei wraz ze spadkiem tempa wzrostu gospodarczego danego kraju maleje jego zdolność w zakresie ściągalności podatków, co utrudnia obsługę zadłużenia. W konsekwencji ocena ryzyka tego kraju może ulec pogorszeniu. Równocześnie wskazuje się, że wzrost poziomu długu publicznego nie stanowi problemu, jeśli jest on wolniejszy niż wzrost PKB.
4. Saldo rachunku obrotów bieżących jako % PKB (*CA*). Deficyt/nadwyżka na rachunku obrotów bieżących jest miarą zewnętrznej konkurencyjności gospodarki. Kraje, które odnotowują wysokie deficyty na rachunku bieżącym, są postrzegane jako mniej konkurencyjne w wymianie handlowej. Ponadto deficyty na rachunku obrotów bieżących są równoznaczne ze wzrostem zadłużenia zagranicznego netto danego kraju (zarówno sektora prywatnego, jak i publicznego). Zwiększa to ryzyko kredytowe/niewypłacalności rządu w dwojaki sposób:
 - pośrednio – wzrost zadłużenia zagranicznego netto, będący wynikiem nadmiernych wydatków sektora prywatnego, może prowadzić do wzrostu

ryzyka kredytowego tego sektora, co negatywnie wpływa na sytuację sektora rządowego; w warunkach pogarszającej się aktywności gospodarczej jego dochody zmniejszają się, a deficyt budżetowy rośnie;

- bezpośrednio – jeżeli wzrost zadłużenia zagranicznego netto jest generowany przez sektor publiczny, obniża się zdolność danego kraju do obsługi długu.

5. Inflacja (*Infl*). Wyższe tempo wzrostu cen w danym kraju w porównaniu do tempa odnotowywanego przez partnerów handlowych oddziałuje w kierunku pogorszenia się jego konkurencyjności. Dotyczy to w szczególności krajów, które tworzą unię walutową. Nie mogą one bowiem poprawić cenowej konkurencyjności swojego eksportu przez dewaluację waluty krajowej. Muszą zatem uruchomić inne mechanizmy elastyczności, takie jak na przykład wewnętrzna dewaluacja (De Grauwe, 2012, s. 131). Niemniej jednak może być to trudne do przeprowadzenia, co pokazał przypadek peryferyjnych krajów strefy euro w okresie kryzysu. Co więcej, antycypując przyspieszenie dynamiki cen, inwestorzy będą żądać wyższej stopy procentowej. Oczekiwany znak oszacowania parametru przy zmiennej *Infl* jest zatem dodatni.
6. Indeksy (*Index*). W sytuacji napięć na rynkach finansowych, kiedy obserwuje się wzrost zmienności na rynkach giełdowych, inwestorzy poszukują bezpiecznych aktywów. Przykładem takich aktywów są niemieckie obligacje skarbowe. Dlatego też można spodziewać się wzrostu różnic między rentownościami obligacji skarbowych poszczególnych krajów UGiW i Niemiec. Oczekiwany znak oszacowania parametru przy zmiennej *Index* jest zatem dodatni.
7. Kansas City Financial Stress Index (*KCFSI*). W badaniach nad kształtowaniem się rentowności obligacji skarbowych, obok zmiennych charakteryzujących kondycję emitenta, uwzględnia się także zmienne odzwierciedlające sytuację w gospodarce światowej albo w konkretnym regionie. Przykładowo, bardzo często wykorzystywany jest indeks VIX z giełdy CBOE jako zmienna przybliżająca globalną awersję do ryzyka – w badaniach dotyczących kształtowania się rentowności obligacji skarbowych w strefie euro zastosowali ją między innymi M. Arghyrou i A. Kontonikas (2012) oraz R. Giordano, M. Pericoli i P. Tommasino (2013). W niniejszym badaniu postanowiono wykorzystać *KCFSI*, który mierzy napięcia na rynku finansowym w Stanach Zjednoczonych. Pozytywna (negatywna) wartość indeksu wskazuje, że napięcia w systemie finansowym są powyżej (poniżej) długookresowej średniej. Wybór zmiennej *KCFSI* wynika z faktu, że globalny kryzys finansowy ma swój początek w Stanach Zjednoczonych, a kondycja amerykańskiego rynku finansowego przekłada się na sytuację w gospodarce światowej. Oczekiwany wpływ zmiennej *KCFSI* na rentowności jest dodatni.

8. Consumer Confidence Indicator (*CCI*). W celu sprawdzenia, czy rentowności obligacji skarbowych w UGiW kształtowały się pod wpływem nastrojów dotyczących aktywności gospodarczej, do zbioru potencjalnych zmiennych objaśniających włączono wskaźnik *CCI* KE. Jednocześnie, ze względu na brak danych dla Irlandii, nie zdecydowano się na wykorzystanie wskaźnika Economic Sentiment Indicator (*ESI*), który obok nastrojów konsumenckich (indeks *CCI* jest jednym z pięciu komponentów indeksu *ESI*) uwzględnia nastroje w przemyśle, usługach, budownictwie i handlu detalicznym. Niemniej jednak współczynniki korelacji między wskaźnikami *CCI* i *ESI* dla analizowanych krajów okazały się wysokie (wyniosły od 0,72 dla Włoch do 0,91 dla Hiszpanii). Oczekuje się, że poprawa nastrojów konsumentów w danym kraju będzie oddziaływała w kierunku spadku rentowności jego obligacji skarbowych.

Przedmiotem badania jest kształtowanie się różnic między rentownościami dziesięcioletnich obligacji skarbowych wybranych krajów strefy euro a rentownościami odpowiednich walorów niemieckich w okresie od pierwszego kwartału 2001 do czwartego kwartału 2015 roku. Dolna granica odzwierciedla fakt, że jeden z uwzględnianych krajów – Grecja – stał się członkiem UGiW w 2001 roku. Wybór górnej granicy warunkowała dostępność danych w momencie prowadzenia badania. W celu identyfikacji determinant spreadów i sprawdzenia, czy w warunkach obowiązywania programu OMT doszło do zmiany w zakresie wrażliwości spreadów na kształtowanie się zmiennych charakteryzujących sytuację gospodarczą emitenta (por. pytanie badawcze nr 1), zaproponowano podział okresu badawczego na trzy podokresy: przedkryzysowy (pierwszy kwartał 2001 – drugi kwartał 2007 r.), kryzysu, poprzedzający wprowadzenie programu OMT (trzeci kwartał 2007 – drugi kwartał 2012 r.), obowiązywania programu OMT (trzeci kwartał 2012 – czwarty kwartał 2015 r.). Do analizy wybrano dwie grupy krajów. Pierwszą z nich tworzą gospodarki, w których doszło do najsilniejszych napięć na rynku obligacji skarbowych, to jest Grecja, Hiszpania, Irlandia, Portugalia i Włochy. W reakcji na przebieg kryzysu zadłużeniowego w tych krajach EBC uruchomił programy SMP i OMT. Jak przedstawiono w rozdziale trzecim, w ramach pierwszego z nich bank nabywał papiery wartościowe wyłącznie tych krajów. Z kolei uzasadniając wprowadzenie programu OMT, EBC przekonywał, że spready w części krajów UGiW są zawyżone – nie wynikają ze zmian fundamentów fiskalnych i makroekonomicznych (Cœuré, 2013). Drugą (kontrolną) grupę stanowią trzy gospodarki tak zwanego centrum strefy euro – Austria, Finlandia i Holandia. Są to kraje, których spready w badanym okresie podlegały relatywnie niewielkim – na tle pozostałych członków UGiW – wahaniom. W badaniu wykorzystywane są zmienne o kwartalnej częstotliwości. Większość z nich pochodzi z baz: Eurostat, MFW, OECD, Thomson Reuters Eikon (por. tabela 11).

Tabela 11. Dane wykorzystywane w badaniu spreadów

Zmienna ^{a)}	Opis	Źródło
<i>Spread</i>	Rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych*	Thomson Reuters Eikon
<i>Dług</i>	Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)	Eurostat
<i>Def^e</i>	Deficyt/nadwyżka sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB) – prognoza na rok do przodu. Dla pierwszego i drugiego kwartału uwzględniane są prognozy z serii <i>Spring</i> , a dla trzeciego i czwartego z serii <i>Autumn</i>	Prognozy KE z serii <i>Spring</i> oraz <i>Autumn European Economic Forecast</i>
<i>CA</i>	Saldo rachunku obrotów bieżących (% PKB) ^{d)} **	MFW
<i>PKB</i>	Dynamika realnego PKB (r/r)	OECD
<i>Infl</i>	Inflacja HICP	Eurostat
<i>Index^{b)}</i>	Odchylenie standardowe stóp zwrotu z wskazywanych w bazie Thomson Reuters Eikon jako główne indeksów giełdowych analizowanych krajów (Austria – ATX; Finlandia – OMXH25; Holandia – AEX; Grecja – ATG; Hiszpania – IBEX; Irlandia – ISEQ; Portugalia – PSI20; Włochy – FTMIB) ^{e)}	Thomson Reuters Eikon
<i>CCI</i>	Consumer Confidence Indicator ^{c)}	Eurostat
<i>KCFSI</i>	Kansas City Financial Stress Index ^{c)}	https://www.kansascityfed.org/research/indicatorsdata/kcfsi

a) Wszystkie zmienne (oprócz zmiennej *KCFSI*) brane są jako różnice między wartościami dla danego kraju a odpowiednimi wartościami dla Niemiec; b) Wartość dla kwartału to średnia arytmetyczna z obserwacji dziennych; c) Wartość dla kwartału to średnia arytmetyczna z obserwacji miesięcznych; d) Dane roczne interpolowane liniowo do danych kwartalnych; e) Wartość dla kwartału to odchylenie standardowe dziennych stóp zwrotu; * Z uwagi na brak danych dla Irlandii w okresie od czwartego kwartału 2004 do trzeciego kwartału 2005 roku oraz dla Portugalii w okresie trzeci–czwarty kwartał 2013 roku dokonano liniowej interpolacji; ** Rzeczywiste (historyczne) dane kwartalne dla salda rachunku obrotów bieżących są dostępne dla większości badanych krajów w bazie OECD. Niemniej jednak w przypadku trzech krajów – Grecji, Irlandii i Holandii – analizowane szeregi czasowe są niepełne. Dlatego też, nie chcąc skracać próby badawczej, zdecydowano się na liniową interpolację danych rocznych.

Źródło: opracowanie własne.

W tabelach 12 i 13 przedstawiono wybrane statystyki opisowe, to jest średnią arytmetyczną, odchylenie standardowe, minimum i maksimum dla spreadów oraz ich potencjalnych determinant odpowiednio dla grupy peryferyjnych krajów UGiW oraz grupy kontrolnej. Statystyki zostały policzone dla trzech wyszczególnionych wyżej podokresów.

Analizując kształtowanie się zmiennej zależnej w peryferyjnych krajach UGiW, widać wyraźny wzrost spreadów w drugim podokresie (por. podrozdział 4.1). W trzecim podokresie w Grecji, Hiszpanii i we Włoszech odnotowano dalszy wzrost średnich różnic w rentownościach, co w szczególności należy wiązać z definicją

podokresów. Drugi podokres obejmuje kwartały poprzedzające wybuch kryzysu greckiego, kiedy to spready wahały się średnio w przedziale 1,08 pkt proc. (Grecja) – 0,37 pkt proc. (Włochy). Z kolei trzeci podokres współtworzą kwartały następujące krótko po ogłoszeniu programu OMT, kiedy spready były jeszcze bardzo wysokie.

Odnosząc się do zmiennych fiskalnych, we wszystkich peryferyjnych gospodarkach strefy euro relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB pogarszała się z okresu na okres. Jednocześnie należy zauważyć, że sytuacja pod względem kształtowania się zmiennej *Dług* w poszczególnych krajach była różna. W szczególności, o ile w okresie przedkryzysowym omawiana relacja w Irlandii i Hiszpanii utrzymywała się wyraźnie poniżej odpowiedniej wartości dla Niemiec, a także wartości referencyjnej ustanowionej w ramach fiskalnego kryterium konwergencji z Maastricht (60%), tak w przypadku Grecji i Włoch przekraczała ona poziom 100%. W drugim podokresie doszło do wyraźnego wzrostu udziału długu w PKB we wszystkich krajach z analizowanej grupy. Z wyjątkiem Włoch przyrosty były wyraźnie większe niż w Niemczech. W trzecim podokresie nastąpiło dalsze pogorszenie się kondycji fiskalnej (mierzonej za pomocą zmiennej *Dług*) peryferyjnych krajów UGiW względem Niemiec. Wynikało to z faktu, że w omawianej grupie odwrócenie (Irlandia) bądź zatrzymanie (Portugalia, Włochy, Hiszpania) trendu wzrostowego dla relacji długu do PKB następowało w latach 2013–2014, w Niemczech zaś analizowana wielkość spadała systematycznie od 2011 roku. Omawiając prognozowane na rok do przodu saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (jako % PKB), w pierwszym podokresie projekcje KE były bardziej korzystne dla Grecji, Hiszpanii i Irlandii niż dla Niemiec. W przypadku Portugalii i Włoch prognozy wskazywały średnio na nieznacznie większe deficyty niż w kraju odniesienia. W okresie od trzeciego kwartału 2007 do drugiego kwartału 2012 roku dla wszystkich krajów z analizowanej grupy oczekiwane deficyty były wyraźnie wyższe niż w Niemczech. W trzecim podokresie prognozy wskazywały na zmniejszanie się deficytów we wszystkich peryferyjnych krajach strefy euro.

Analizując kształtowanie się pozostałych potencjalnych determinant spreadów, w okresie przedkryzysowym średnia dynamika PKB w Irlandii, Grecji i Hiszpanii była wyraźnie wyższa, a w Portugalii i we Włoszech tylko nieznacznie niższa niż w Niemczech. W drugim podokresie średnie tempo wzrostu gospodarczego we wszystkich analizowanych krajach było ujemne. W okresie od trzeciego kwartału 2012 do czwartego kwartału 2015 roku różnice w stopach wzrostu PKB dla Portugalii, Hiszpanii, Włoch i Grecji względem Niemiec zmniejszyły się, choć pozostały ujemne. Z kolei w przypadku Irlandii, która w latach 2014–2015 notowała najwyższą dynamikę PKB (r/r) w UE¹², analizowana różnica okazała się do-

12 Według danych Eurostatu.

datnia. Odnosząc się do miar konkurencyjności zewnętrznej, w latach 2001–2007 we wszystkich peryferyjnych krajach strefy euro utrzymywały się ujemne salda rachunku obrotów bieżących, przy czym deficyty Hiszpanii, Grecji i Portugalii należały do najwyższych w UGiW. Równocześnie w Niemczech odnotowywano nadwyżki, co pogłębiało różnice względem kraju odniesienia. Spadek zmiennej *CA* w drugim podokresie należy wiązać z dalszym zwiększaniem się deficytów w tych krajach do 2008 roku oraz utrzymywaniem się nadwyżek w Niemczech. W trzecim podokresie deficyty systematycznie się zmniejszały, przekształcając się w większości analizowanych krajów w niewielkie nadwyżki. W przypadku zmiennej *Infl* w okresie przedkryzysowym wszystkie kraje notowały wyższe tempo wzrostu cen niż Niemcy, co oddziaływało w kierunku pogorszenia się ich konkurencyjności. W okresie kryzysu poprzedzającym wprowadzenie programu OMT różnice względem Niemiec zmniejszyły się, a w przypadku Irlandii stały się ujemne. W trzecim podokresie średnia dynamika cen we wszystkich krajach z omawianej grupy była niższa niż w kraju odniesienia.

W przypadku nastrojów konsumenckich, wydaje się, że odzwierciedlały one przebieg kryzysu w poszczególnych krajach analizowanej grupy (por. też tabela 15). Przykładowo, w Irlandii, po ich wyraźnym spadku w drugim podokresie, w trzecim podokresie powróciły one do wartości sprzed kryzysu. Z kolei w Grecji wraz z pogłębianiem się kryzysu nastroje konsumenckie systematycznie się pogarszały.

Przechodząc do omówienia statystyk opisowych dla grupy kontrolnej, przed kryzysem we wszystkich analizowanych krajach spready były bliskie zera – wahały się w przedziale 0,05 (Holandia) – 0,08 (Austria). W drugim podokresie nastąpił ich kilkukrotny wzrost, przy czym – na tle pozostałych członków strefy euro – były one niskie. W trzecim podokresie zaobserwowano zawężanie się spreadów, choć średnio nie wróciły one do poziomu sprzed kryzysu.

Analizując kondycję fiskalną w grupie kontrolnej, w całym okresie badawczym była ona zdecydowanie lepsza niż w peryferyjnych gospodarkach strefy euro. Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB w Finlandii i Holandii utrzymywała się poniżej, a w Austrii jedynie o kilka punktów procentowych powyżej odpowiedniej wartości dla Niemiec. Z kolei w przypadku salda tego sektora w okresie przedkryzysowym KE przewidywała nadwyżki w Finlandii oraz niższe niż w Niemczech deficyty w Austrii i Holandii, co w efekcie przełożyło się na dodatnie wartości zmiennej *Defe*. W drugim podokresie prognozy były korzystniejsze jedynie dla Finlandii. W przypadku pozostałych dwóch krajów zmienna *Defe* przybrała wartości ujemne, ale nie przekroczyły one co do modułu 1 pkt proc. W trzecim podokresie KE prognozowała deficyty dla całej omawianej grupy (średnio około 2%).

Tabela 12. Statystyki opisowe dla peryferyjnych krajów strefy euro

	Grecja			Hiszpania			Irlandia			Portugalia			Włochy		
	I	II	III	I	II	III	I	II	III	I	II	III	I	II	III
<i>Spread</i>	0,27 (0,10) Min.: 0,12 Max.: 0,60	8,16 (9,28) Min.: 0,26 Max.: 33,67	9,28 (3,64) Min.: 4,73 Max.: 18,32	0,08 (0,10) Min.: -0,08 Max.: 0,31	1,58 (1,34) Min.: 0,04 Max.: 4,92	2,18 (1,16) Min.: 1,05 Max.: 4,54	0,09 (0,12) Min.: -0,12 Max.: 0,37	3,22 (2,62) Min.: 0,06 Max.: 8,84	1,62 (1,07) Min.: 0,51 Max.: 3,87	0,04 (0,13) Min.: -0,21 Max.: 0,33	3,83 (4,34) Min.: 0,09 Max.: 13,65	3,21 (1,79) Min.: 1,35 Max.: 7,75	0,24 (0,07) Min.: 0,13 Max.: 0,42	1,67 (1,34) Min.: 0,19 Max.: 5,18	2,06 (0,93) Min.: 0,96 Max.: 3,74
<i>Dług</i>	41,64 (4,40) Min.: 37,00 Max.: 49,50	58,51 (15,85) Min.: 38,30 Max.: 93,80	95,93 (9,55) Min.: 75,00 Max.: 106,00	-15,79 (9,08) Min.: -27,40 Max.: -1,10	-19,49 (7,64) Min.: -29,30 Max.: -3,40	18,56 (8,60) Min.: -1,30 Max.: 28,00	-33,53 (6,53) Min.: -42,70 Max.: -23,30	-3,82 (24,29) Min.: -39,60 Max.: 33,60	37,16 (7,41) Min.: 22,60 Max.: 46,60	-2,68 (2,90) Min.: -7,70 Max.: 2,90	16,18 (11,94) Min.: 3,60 Max.: 40,70	53,51 (4,13) Min.: 44,10 Max.: 58,30	41,34 (4,64) Min.: 35,00 Max.: 49,50	38,98 (2,35) Min.: 34,40 Max.: 42,60	54,81 (6,48) Min.: 43,50 Max.: 63,40
<i>Defe</i>	0,49 (1,67) Min.: -2,40 Max.: 3,00	-4,42 (2,77) Min.: -8,10 Max.: 0,20	-2,54 (1,64) Min.: -5,30 Max.: -0,10	2,78 (0,75) Min.: 1,40 Max.: 4,00	-3,26 (2,16) Min.: -5,60 Max.: 1,30	-5,36 (1,05) Min.: -7,00 Max.: -4,00	2,64 (0,99) Min.: 1,30 Max.: 4,80	-6,46 (3,02) Min.: -9,70 Max.: -0,10	-4,16 (1,59) Min.: -7,30 Max.: -2,00	-0,87 (1,19) Min.: -2,90 Max.: 1,10	-2,59 (0,73) Min.: -3,50 Max.: -0,80	-3,54 (0,60) Min.: -4,30 Max.: -2,40	-0,31 (1,18) Min.: -2,00 Max.: 1,50	-1,16 (1,09) Min.: -2,40 Max.: 1,10	-2,47 (0,32) Min.: -2,80 Max.: -1,90
<i>CA</i>	-10,71 (4,58) Min.: -20,70 Max.: -3,05	-17,54 (2,58) Min.: -21,24 Max.: -11,22	-9,06 (0,60) Min.: -10,30 Max.: -7,81	-9,22 (4,34) Min.: -16,49 Max.: -3,01	-11,15 (2,91) Min.: -16,51 Max.: -7,51	-6,30 (0,77) Min.: -7,36 Max.: -5,09	-5,07 (3,76) Min.: -12,09 Max.: 1,56	-8,20 (2,78) Min.: -12,38 Max.: -4,52	-4,45 (1,66) Min.: -8,72 Max.: -2,89	-12,43 (2,86) Min.: -16,68 Max.: -8,24	-14,99 (2,62) Min.: -17,83 Max.: -9,37	-7,02 (1,19) Min.: -8,52 Max.: -5,01	-3,85 (2,91) Min.: -8,15 Max.: 2,71	-8,50 (0,60) Min.: -9,42 Max.: -7,57	-6,04 (0,63) Min.: -7,25 Max.: -5,31
<i>PKB</i>	2,83 (2,32) Min.: -1,80 Max.: 7,10	-5,39 (6,06) Min.: -15,80 Max.: 3,10	-2,70 (2,19) Min.: -8,60 Max.: 0,10	2,22 (1,33) Min.: -0,90 Max.: 4,00	-1,52 (2,77) Min.: -5,80 Max.: 3,60	-0,61 (1,89) Min.: -3,30 Max.: 2,20	4,25 (1,95) Min.: -0,80 Max.: 7,00	-1,39 (2,45) Min.: -5,70 Max.: 4,30	3,01 (2,96) Min.: -1,60 Max.: 8,00	-0,23 (1,46) Min.: -2,70 Max.: 3,10	-1,60 (2,89) Min.: -5,90 Max.: 3,10	-1,29 (1,75) Min.: -5,00 Max.: 0,60	-0,13 (1,15) Min.: -2,40 Max.: 1,40	-2,00 (1,22) Min.: -4,00 Max.: 0,50	-1,84 (0,87) Min.: -3,80 Max.: -0,30

<i>Infl</i>	1,75 (0,59) Min.: 0,63 Max.: 2,70	1,32 (1,42) Min.: -0,97 Max.: 4,43	-1,86 (0,80) Min.: -3,57 Max.: -0,13	1,53 (0,63) Min.: 0,10 Max.: 2,70	0,49 (0,75) Min.: -0,90 Max.: 1,70	-0,37 (0,79) Min.: -1,17 Max.: 1,20	1,61 (1,22) Min.: -0,07 Max.: 3,80	-1,14 (1,26) Min.: -3,27 Max.: 0,63	-0,48 (0,45) Min.: -1,33 Max.: 0,30	1,45 (0,96) Min.: -0,20 Max.: 3,13	0,06 (0,81) Min.: -1,33 Max.: 1,50	-0,42 (0,77) Min.: -1,40 Max.: 0,87	0,71 (0,65) Min.: -0,07 Max.: 2,00	0,52 (0,51) Min.: -0,53 Max.: 1,57	-0,11 (0,58) Min.: -0,83 Max.: 1,40																											
<i>Index^{a)}</i>	-0,28 (0,66) Min.: -2,16 Max.: 0,53	0,58 (0,56) Min.: -0,49 Max.: 1,60	1,22 (0,57) Min.: 0,40 Max.: 2,56	-0,26 (0,31) Min.: -1,19 Max.: 0,10	0,18 (0,37) Min.: -0,26 Max.: 1,30	0,17 (0,31) Min.: -0,23 Max.: 1,08	-0,44 (0,53) Min.: -1,62 Max.: 0,39	0,26 (0,62) Min.: -0,59 Max.: 2,33	-0,14 (0,17) Min.: -0,43 Max.: 0,24	-0,65 (0,53) Min.: -1,94 Max.: -0,08	-0,19 (0,42) Min.: -1,00 Max.: 0,74	0,18 (0,19) Min.: -0,09 Max.: 0,54	-0,32 (0,30) Min.: -1,03 Max.: 0,02	0,23 (0,26) Min.: -0,26 Max.: 0,88	0,34 (0,25) Min.: -0,10 Max.: 0,79																											
<i>CCI</i>	-20,70 (7,42) Min.: -38,00 Max.: -5,03	-50,32 (23,50) Min.: -81,33 Max.: -17,33	-57,73 (8,13) Min.: -70,03 Max.: -38,00	-0,24 (6,65) Min.: -20,17 Max.: 8,63	-18,16 (10,50) Min.: -30,10 Max.: 3,37	-12,69 (10,60) Min.: -27,87 Max.: 6,03	-1,63 (9,83) Min.: -23,77 Max.: 19,27	-28,10 (8,36) Min.: -48,13 Max.: -12,20	-1,07 (12,80) Min.: -19,17 Max.: 22,10	-14,39 (6,39) Min.: -31,97 Max.: -5,33	-30,30 (16,38) Min.: -52,80 Max.: -2,70	-26,04 (12,48) Min.: -43,13 Max.: -7,97	-3,01 (7,95) Min.: -27,20 Max.: 8,27	-18,41 (14,08) Min.: -37,73 Max.: 8,77	-16,50 (8,92) Min.: -29,93 Max.: 2,90																											
<i>KCFSI</i>	I														II														III													
	-0,18 (0,53) Min.: -0,76 Max.: 0,84														1,02 (1,56) Min.: -0,45 Max.: 5,50														-0,62 (0,22) Min.: -0,98 Max.: -0,29													

Liczby I, II i III odnoszą się odpowiednio do okresów: 2001q1–2007q2, 2007q3–2012q2, 2012q3–2015q4. W tabeli prezentowane są następujące statystyki opisowe (od góry): średnia arytmetyczna, odchylenie standardowe (w nawiasie), minimum, maksimum. Statystyki opisowe liczone są dla różnic między wartościami zmiennych dla poszczególnych krajów względem Niemiec.

^{a)} Dla większej przejrzystości wyników pierwotne wartości dla zmiennej *Index* zostały pomnożone przez 100.

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 13. Statystyki opisowe dla wybranych krajów centrum strefy euro

Kraj	Austria			Finlandia			Holandia		
	I	II	III	I	II	III	I	II	III
<i>Spread</i>	0,08 (0,11) Min.: -0,11 Max.: 0,34	0,58 (0,29) Min.: 0,06 Max.: 1,10	0,33 (0,11) Min.: 0,14 Max.: 0,50	0,07 (0,10) Min.: -0,12 Max.: 0,25	0,33 (0,18) Min.: 0,04 Max.: 0,76	0,23 (0,07) Min.: 0,11 Max.: 0,32	0,05 (0,06) Min.: -0,07 Max.: 0,16	0,32 (0,17) Min.: 0,04 Max.: 0,74	0,25 (0,11) Min.: 0,08 Max.: 0,50
<i>Dług</i>	7,11 (3,61) Min.: 0,10 Max.: 13,10	4,40 (3,01) Min.: 1,30 Max.: 11,30	7,31 (4,42) Min.: 2,00 Max.: 15,00	-23,12 (5,11) Min.: -31,30 Max.: -15,40	-31,49 (2,52) Min.: -37,10 Max.: -27,50	-18,65 (6,19) Min.: -28,90 Max.: -8,10	-13,97 (4,61) Min.: -21,80 Max.: -5,50	-17,05 (3,42) Min.: -22,00 Max.: -9,70	-8,60 (2,95) Min.: -14,60 Max.: -5,10
<i>Def^e</i>	1,50 (0,95) Min.: -0,5 Max.: 3,30	-0,81 (0,82) Min.: -2,10 Max.: 0,60	-2,01 (0,37) Min.: -2,50 Max.: -1,40	5,25 (0,71) Min.: 3,90 Max.: 6,40	2,04 (1,69) Min.: 0,30 Max.: 4,80	-2,23 (0,95) Min.: -3,70 Max.: -1,00	1,42 (0,93) Min.: -0,50 Max.: 3,20	-0,67 (1,55) Min.: -3,90 Max.: 2,00	-2,46 (0,73) Min.: -3,60 Max.: -1,70
<i>CA</i>	-1,31 (1,43) Min.: -3,10 Max.: 0,76	-3,11 (1,37) Min.: -5,56 Max.: -0,96	-5,10 (0,34) Min.: -5,59 Max.: -4,49	2,28 (3,94) Min.: -2,84 Max.: 9,00	-5,08 (2,14) Min.: -8,98 Max.: -3,02	-8,44 (0,26) Min.: -9,05 Max.: -8,23	1,97 (1,33) Min.: -0,64 Max.: 4,69	0,91 (1,89) Min.: -1,58 Max.: 3,70	3,42 (0,72) Min.: 2,18 Max.: 4,30
<i>PKB</i>	0,84 (1,06) Min.: -1,90 Max.: 2,30	-0,12 (1,42) Min.: -2,70 Max.: 2,50	-0,47 (0,59) Min.: -1,60 Max.: 0,70	1,65 (1,40) Min.: -0,40 Max.: 4,50	-0,84 (1,69) Min.: -3,80 Max.: 3,70	-1,61 (0,81) Min.: -2,70 Max.: -0,40	0,51 (0,82) Min.: -1,40 Max.: 1,70	-0,47 (1,92) Min.: -3,20 Max.: 3,00	-0,48 (0,96) Min.: -2,10 Max.: 1,50
<i>Infl</i>	0,17 (0,32) Min.: -0,63 Max.: 0,63	0,46 (0,37) Min.: -0,23 Max.: 1,17	0,64 (0,19) Min.: 0,30 Max.: 0,93	-0,30 (0,91) Min.: -2,13 Max.: 1,07	0,77 (0,72) Min.: -1,03 Max.: 2,07	0,41 (0,54) Min.: -0,43 Max.: 1,40	0,89 (1,44) Min.: -0,77 Max.: 3,53	-0,07 (0,70) Min.: -1,33 Max.: 1,37	0,31 (0,73) Min.: -0,60 Max.: 1,53
<i>Index^{a)}</i>	-0,48 (0,77) Min.: -2,16 Max.: 0,78	0,36 (0,30) Min.: -0,02 Max.: 1,06	0,00 (0,16) Min.: -0,28 Max.: 0,18	-0,09 (0,75) Min.: -1,42 Max.: 2,16	0,20 (0,25) Min.: -0,47 Max.: 0,69	-0,05 (0,17) Min.: -0,30 Max.: 0,18	-0,12 (0,17) Min.: -0,64 Max.: 0,19	-0,01 (0,26) Min.: -0,46 Max.: 0,72	-0,15 (0,09) Min.: -0,31 Max.: 0,01

CCI	11,96 (4,19) Min.: 4,60 Max.: 21,97	4,55 (7,07) Min.: -8,63 Max.: 15,23	-7,04 (5,13) Min.: -14,00 Max.: 1,93	23,96 (6,09) Min.: 11,17 Max.: 31,60	17,61 (9,87) Min.: 4,60 Max.: 36,63	9,33 (2,56) Min.: 3,60 Max.: 14,07	10,13 (5,22) Min.: 2,40 Max.: 21,97	0,77 (10,99) Min.: -22,80 Max.: 15,50	-3,70 (9,53) Min.: -19,80 Max.: 10,47
KCFSI		-0,18 (0,53) Min.: -0,76 Max.: 0,84			1,02 (1,56) Min.: -0,45 Max.: 5,50			-0,62 (0,22) Min.: -0,98 Max.: -0,29	

Liczby I, II i III odnoszą się odpowiednio do okresów: 2001q1–2007q2, 2007q3–2012q2, 2012q3–2015q4. W tabeli prezentowane są następujące statystyki opisowe (od góry): średnia arytmetyczna, odchylenie standardowe (w nawiasie), minimum, maksimum. Statystyki opisowe liczone są dla różnic między wartościami zmiennych dla poszczególnych krajów względem Niemiec.

a) Dla większej przejrzystości wyników pierwotne wartości dla zmiennej *index* zostały pomnożone przez 100.

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 14. Macierz współczynników korelacji między zmiennymi wykorzystywanymi w badaniu empirycznym – kraje centrum

	CA	CCI	Def ^e	Dług	Index	Infl	KCFSI	PKB	Spread
CA	1,00	0,05	0,35	-0,01	-0,24	-0,02	0,04	0,32	-0,26
CCI	0,05	1,00	0,74	-0,41	-0,05	-0,21	0,11	0,38	-0,39
Def ^e	0,35	0,74	1,00	-0,36	-0,10	-0,13	0,17	0,52	-0,40
Dług	-0,01	-0,41	-0,36	1,00	-0,19	0,11	-0,06	0,08	0,17
Index	-0,24	-0,05	-0,10	-0,19	1,00	-0,09	0,11	-0,06	0,21
Infl	-0,02	-0,21	-0,13	0,11	-0,09	1,00	0,26	-0,30	0,31
KCFSI	0,04	0,11	0,17	-0,06	0,11	0,26	1,00	0,10	0,53
PKB	0,32	0,38	0,52	0,08	-0,06	-0,30	0,10	1,00	-0,31
Spread	-0,26	-0,39	-0,40	0,17	0,21	0,31	0,53	-0,31	1,00

Wartości pogrubione wskazują na istotność współczynników korelacji na poziomie 0,05.

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 15. Macierz współczynników korelacji między zmiennymi wykorzystywanymi w badaniu empirycznym – kraje peryferyjne

	CA	CCI	Def ^e	Dług	Index	Infl	KCFSI	PKB	Spread
CA	1,00	0,41	0,15	0,04	-0,19	-0,07	-0,24	0,30	-0,11
CCI	0,41	1,00	0,49	-0,49	-0,50	0,20	-0,02	0,72	-0,74
Def ^e	0,15	0,49	1,00	-0,33	-0,42	0,56	-0,05	0,57	-0,47
Dług	0,04	-0,49	-0,33	1,00	0,38	-0,31	-0,16	-0,39	0,49
Index	-0,19	-0,50	-0,42	0,38	1,00	-0,46	-0,12	-0,47	0,45
Infl	-0,07	0,20	0,56	-0,31	-0,46	1,00	0,09	0,19	-0,30
KCFSI	-0,24	-0,02	-0,05	-0,16	-0,12	0,09	1,00	0,02	-0,07
PKB	0,30	0,72	0,57	-0,39	-0,47	0,19	0,02	1,00	-0,65
Spread	-0,11	-0,74	-0,47	0,49	0,45	-0,30	-0,07	-0,65	1,00

Wartości pogrubione wskazują na istotność współczynników korelacji na poziomie 0,05.

Źródło: obliczenia własne.

Odnosząc się do pozostałych potencjalnych zmiennych objaśniających, w okresie przedkryzysowym tempo wzrostu gospodarczego we wszystkich krajach grupy kontrolnej było wyższe niż w Niemczech. Jednocześnie rozwijały się one wolniej niż Irlandia, Grecja i Hiszpania. W okresie kryzysu poprzedzającym wprowadzenie programu OMT doszło do wyraźnego spadku aktywności gospodarczej w tych krajach – podobnie jak peryferyjne gospodarki strefy euro, a także Niemcy, na przełomie lat 2008/2009 notowały one ujemną dynamikę PKB. W trzecim podokresie średnie tempo wzrostu gospodarczego w tych krajach wahało się w przedziale od -0,6 (Finlandia) do 0,6 (Austria i Holandia), pozostając tym samym poniżej odpowiedniej średniej dla Niemiec. Omawiając miary konkurencyjności zewnętrznej, w okresie przedkryzysowym

w krajach tworzących grupę kontrolną obserwowano nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, które w przypadku Finlandii i Holandii były średnio wyższe niż w Niemczech. Również w drugim podokresie średnie salda były dodatnie, przy czym pozytywna różnica względem kraju odniesienia utrzymała się jedynie w Holandii. W trzecim podokresie zmienna *CA* przyjęła ujemne wartości w Finlandii i Austrii. Z kolei Holandia zwiększyła swoją średnią nadwyżkę względem Niemiec. Jeżeli chodzi o kształtowanie się inflacji HICP, przez większość okresu badawczego kraje notowały wyższą dynamikę cen, przy czym średnie różnice nie przekroczyły poziomu 1 pkt proc. Ponadto w grupie kontrolnej nastroje konsumpcyjne pogarszały się z okresu na okres.

W tabelach 14 i 15 przedstawiono współczynniki korelacji liniowej Pearsona między zmiennymi wykorzystywanymi w badaniu spreadów odpowiednio dla grupy złożonej z wybranych krajów tak zwanego centrum strefy euro oraz grupy peryferyjnych krajów UGiW. Jak widać, współczynniki korelacji między zmienną objaśnianą a potencjalnymi zmiennymi objaśniającymi różnią się w obu grupach. W szczególności w grupie krajów centrum najwyższy co do modułu współczynnik otrzymano dla zmiennej *KCFSI*, co może świadczyć o dużej roli czynnika globalnego w kształtowaniu się spreadów w Austrii, Finlandii oraz Holandii. Z kolei zmienne odzwierciedlające sytuację makroekonomiczną w tych gospodarkach mogły mieć mniejszy wpływ na spready. Inaczej przedstawiają się wyniki dla peryferyjnych krajów strefy euro. Współczynnik korelacji między zmienną objaśnianą a zmienną *KCFSI* okazał się najniższy co do modułu oraz nieistotny. Jednocześnie uzyskano wyraźnie wyższe co do modułu współczynniki korelacji dla zmiennych charakteryzujących sytuację gospodarczą emitenta, w tym zmiennych fiskalnych. Może to sugerować, że spready w peryferyjnych krajach strefy euro były bardziej wrażliwe na kształtowanie się zmiennych fiskalnych. Dla obu grup wartości bezwzględne współczynników korelacji między zmienną *Spread* a zmienną *CCI* okazały się relatywnie wysokie.

4.4. Metody wykorzystywane w badaniu empirycznym

Z uwagi na fakt, że makroekonomiczne szeregi czasowe mogą być generowane przez zintegrowane w stopniu pierwszym procesy stochastyczne, zbadanie stopnia zintegrowania zmiennych powinno poprzedzić estymację parametrów modelu przyczynowo-skutkowego. W przypadku występowania w modelu zmiennych zintegrowanych konieczne jest zastosowanie metod analizy kointegracyjnej. Dodatkowo w badaniu empirycznym wykorzystywane są dane o strukturze przekrojowo-czasowej. W niniejszym podrozdziale omawiane są zatem metody testowania stopnia zintegrowania zmiennych w przypadku danych panelowych, a także metody poszukiwania długookresowych relacji kointegrujących dla paneli.

4.4.1. Testowanie stopnia zintegrowania w przypadku danych panelowych

Zastosowanie testu dla panelu, w którym punktem wyjścia jest następujący model regresji zasugerowali A. Levin, C. Lin i C. Chu (2002):

$$\Delta y_{i,t} = \rho y_{i,t-1} + \sum_{L=1}^{p(i)} \theta_{iL} \Delta y_{i,t-L} + \alpha_{m,i} d_{m,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad m = 1, 2, 3, \quad (4.1)$$

gdzie $d_{m,t}$ oraz $\alpha_{m,i}$ są odpowiednio wektorem zmiennych deterministycznych oraz odpowiadających mu parametrów. Dla modelu bez stałej $m = 1$, $m = 2$ dla modelu ze stałą oraz $m = 3$ dla modelu zawierającego zarówno wyraz wolny, jak i trend deterministyczny. Według hipotezy zerowej pierwiastek jednostkowy występuje dla każdego szeregu, natomiast w przypadku hipotezy alternatywnej każdy szereg jest stacjonarny.

$$\begin{aligned} H_0 : \rho &= 0 \\ H_1 : \rho &< 0 \end{aligned} \quad (4.2)$$

Załącznik 6 zawiera szczegółowy opis procedury wykorzystywanej do weryfikacji hipotezy (4.2).

W odróżnieniu od testu A. Levina, C. Lina i C. Chu (2002) test zaproponowany przez K. Im, M. Pesarana i Y. Shina (2003) umożliwia uwzględnienie różnych ze względu na obiekty parametrów przy zmiennej opóźnionej. Hipotezy dla omawianego testu przyjmują następującą postać:

$$\begin{aligned} H_0 : \rho_i &= 0, \quad \forall_i \\ H_1 : \begin{cases} \rho_i < 0 & \text{dla } i = 1, \dots, N_1 \\ \rho_i = 0 & \text{dla } i = N_1 + 1, \dots, N. \end{cases} \end{aligned} \quad (4.3)$$

Statystyka testowa wykorzystywana do weryfikacji hipotezy (4.3) jest następująca:

$$\bar{t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{p(i)} t_{\rho(i)}, \quad (4.4)$$

gdzie $t_{\rho(i)}$ jest statystyką testową dla i -tego obiektu w panelu, dla testowania hipotezy (4.3).

Wartości krytyczne wykorzystywane do weryfikacji analizowanej hipotezy zostały stabilizowane przez K. Im, M. Pesarana i Y. Shina (2003).

Podczas testowania stopnia zintegrowania zmiennej w panelu stosowane jest także podejście oparte na połączeniu granicznych poziomów istotności dla pojedynczych szeregów (por. Maddala, Wu, 1999; Choi, 2001). Wykorzystywana jest następująca statystyka:

$$P = -2 \sum_{i=1}^N \ln(p_i), \quad (4.5)$$

gdzie $p_1, \dots, p_N$ są granicznymi poziomami istotności podczas weryfikacji hipotezy dotyczącej stacjonarności dla kolejnych obiektów panelu. Statystyka (4.5) ma rozkład chi-kwadrat z $2N$ stopniami swobody. Najbardziej popularnymi testami z zastosowaniem statystyki (4.5) są testy ADF-Fisher oraz PP-Fisher. Polegają one na wykorzystaniu granicznych poziomów istotności dla rozszerzonego testu Dickeya-Fullera (Dickey, Fuller, 1981), a także testu Phillipsa-Perrona (Phillips, Perron, 1988).

4.4.2. Panelowe testy kointegracji

Punktem wyjścia jest następujący model panelowy:

$$y_{it} = \mathbf{x}'_{it} \beta + z'_{it} \gamma + e_{it}. \quad (4.6)$$

Przyjmuje się założenie, że zmienne y oraz x są zintegrowane w stopniu pierwszym i nie występuje wektor kointegrujący między nimi. Przy założeniu, że wektor zawiera tylko wyraz wolny, C. Kao (1999) zaproponował test pierwiastka jednostkowego typu ADF, przy hipotezie zerowej zakładającej brak kointegracji. Punktem wyjścia jest następujący model dla reszt:

$$\hat{e}_{it} = \hat{e}_{it-1} + v_{it}, \quad (4.7)$$

gdzie:

$$\hat{e}_{it} = \tilde{y}_{it} - \tilde{x}_{it} \hat{\beta} \text{ oraz } y_{it} = y_{it} - \bar{y}_i.$$

Hipoteza zerowa, zakładająca brak kointegracji oraz hipoteza alternatywna przyjmują postać:

$$\begin{aligned} H_0 : \rho &= 1 \\ H_1 : \rho &< 1. \end{aligned} \quad (4.8)$$

Statystyki testowe dla testu Kao (1999) opisane są w załączniku 6.

Pedroni (2001; 2004) zaproponował testy kointegracji dla paneli umożliwiające znalezienie różnych relacji kointegrujących dla poszczególnych obiektów. Punktem wyjścia do pierwszego zaproponowanego przez autora testu kointegracji panelowej jest następująca statystyka:

$$\tilde{Z}_\rho = \sum_{i=1}^N \frac{\sum_{t=1}^T (\hat{e}_{it-1} \Delta \hat{e}_{it} - \hat{\lambda}_i)}{\left(\sum_{t=1}^T \hat{e}_{it-1}^2 \right)}, \quad (4.9)$$

gdzie reszty pochodzą z równania (4.8) oraz, natomiast $\hat{\sigma}_i^2$ oraz $\hat{s}_i^2$ oznaczają odpowiednio długookresową oraz obserwowaną wariancję reszt e_i .

W drugim teście wykorzystywana jest dekompozycja Cholesky'ego macierzy długookresowej kowariancji $\hat{\Omega}_i$. Statystyka testowa służąca wnioskowaniu o kointegracji przyjmuje postać:

$$Z_{t_{\hat{\rho}NT}} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{L}_{11i}^{-2} (\hat{e}_{it-1} \Delta \hat{e}_{it} - \hat{\lambda}_i)}{\sqrt{\tilde{\sigma}_{NT}^2 (\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{it-2}^2)}} \quad (4.10)$$

gdzie $\tilde{\sigma}_{NT} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{\hat{\sigma}_i^2}{\hat{L}_{11i}^2}$, natomiast $\hat{L}_{11i}$ jest długookresową warunkową wa-

riancją uzyskiwaną za pomocą dekompozycji Cholesky'ego macierzy $\hat{\Omega}_i$. P. Pedroni (2004) znajduje następujący rozkład asymptotyczny dla modyfikacji statystyki (4.10):

$$Z_{t_{\hat{\rho}NT}} + 1,73\sqrt{N} \sim N(0, 0,93). \quad (4.11)$$

4.4.3. Metody poszukiwania długookresowych relacji kointegrujących w modelach danych panelowych z niestacjonarnymi regresorami

Punktem wyjścia jest następujący model panelowy z efektami stałymi:

$$y_{it} = \alpha_i + x'_{it}\beta + u_{it}, \quad (4.12.a)$$

$$\Delta x_{it} = \varepsilon_{it}. \quad (4.12.b)$$

y_{it} jest zmienną I(1), a składniki losowe u_{it} oraz ε_{it} są stacjonarne. C. Kao i M. Chiang (2001) wykazali niezgodność MNK-estymatora parametrów modelu (4.12.a). Dlatego też w przypadku występowania zmiennych I(1) w modelu panelowym wykorzystywane są alternatywne metody estymacji parametrów.

Panelowa dynamiczna metoda najmniejszych kwadratów (ang. *panel dynamic ordinary least squares – panel DOLS*) wykorzystywana jest do poszukiwania relacji kointegrujących w modelach, w których może pojawić się problem autokorelacji lub endogeniczności zmiennych objaśniających. Jest ona rozszerzeniem zaproponowanej przez P. Saikkonena (1991) oraz J. Stocka i M. Watsona (1993) dynamicznej metody najmniejszych kwadratów. Jej idea polega na uwzględnieniu w relacji kointegrującej różniących się w obiektach opóźnień i przyspieszeń przyrostów zmiennych objaśniających. Uwzględnienie przyspieszonych wartości przyrostów zmiennych objaśniających w skuteczny sposób eliminuje problem endogeniczności (por. Saikkonen, 1991; Stock, Watson, 1993). Za pomocą KMNK szacowane są zatem parametry następującego modelu:

$$\tilde{y}_{it} = \tilde{\mathbf{x}}_{it}^2 + \sum_{j=-q_i}^{r_i} \Delta \tilde{\mathbf{x}}_{it+j} \delta_j + v_{it}, \quad (4.13)$$

gdzie $\tilde{y}_{it}$ oraz $\tilde{\mathbf{x}}_{it}$ są oczyszczonymi z indywidualnych trendów deterministycznych wartościami dla zmiennej zależnej i zmiennych objaśniających, q_i oraz r_i są odpowiednio rzędem opóźnienia oraz przyspieszenia. Ich wyboru dokonuje się na podstawie porównania wartości kryteriów informacyjnych. Estymator metody *panel DOLS* uzyskuje się w następujący sposób:

$$\begin{bmatrix} \hat{\mathbf{a}} \\ \hat{\mathbf{a}} \end{bmatrix} = \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \tilde{\mathbf{w}}_{it}^T \tilde{\mathbf{w}}_{it} \right)^{-1} \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \tilde{\mathbf{w}}_{it}^T \tilde{y}_{it} \right), \quad (4.14)$$

gdzie $\tilde{\mathbf{W}}_{it} = [\tilde{\mathbf{x}}_{it} \quad \tilde{\mathbf{z}}_{it}]$, γ jest wektorem parametrów przy opóźnionych, bieżących i przyspieszonych przyrostach, natomiast wektor $\tilde{\mathbf{z}}_{it}$ składa się z elementów $\Delta\tilde{\mathbf{x}}_{it+j}$ dla różnych j oraz zmiennych zero-jedynkowych dla poszczególnych obiektów.

Zmodyfikowana metoda najmniejszych kwadratów (ang. *fully modified ordinary least squares* – FMOLS) została zaproponowana przez P. Phillipsa i B. Hansena (1990). Punktem wyjścia jest następujący model panelowy:

$$y_{it} = \mathbf{X}_{it}^T \boldsymbol{\beta} + \mathbf{D}_{lit}^T \boldsymbol{\alpha} + u_{lit}, \quad (4.15.a)$$

$$\mathbf{X}_{it} = \mathbf{X}_{21}^T \mathbf{D}_{lit} + \mathbf{X}_{22}^T \mathbf{D}_{2it} + \varepsilon_{2it}, \quad (4.15.b)$$

$$\Delta \varepsilon_{2it} = u_{2it}, \quad (4.15.c)$$

gdzie $\mathbf{D}_{it} = [\mathbf{D}_{lit}^T \quad \mathbf{D}_{2it}^T]^T$ oraz $\mathbf{X}_{it}$ są odpowiednio macierzami regresorów deterministycznych i stochastycznych, natomiast składniki losowe $\mathbf{u}_{it} = [u_{lit} \quad u_{2it}]$ są ściśle stacjonarne i mają zerową wartość oczekiwaną. Dokładny opis metody poszukiwania estymatora zmodyfikowanej metody najmniejszych kwadratów zawarty jest w załączniku 6.

4.5. Wyniki badania empirycznego

W tabelach 16 i 17 prezentowane są wyniki testowania stopnia zintegrowania zmiennych dla dwóch paneli. W grupie złożonej z wybranych krajów tak zwanego centrum strefy euro zmienna zależna jest stacjonarna, a potencjalne zmienne objaśniające są albo stacjonarne, albo zintegrowane w stopniu pierwszym. Stacjonarność reszt z równania regresji jest konieczna, aby relacja między zmiennymi miała charakter długookresowej relacji kointegrującej. W przypadku grupy peryferyjnych krajów UGiW zmienna *Spread* oraz część potencjalnych determinant okazały się zintegrowane w stopniu pierwszym. Możliwe jest zatem występowanie między nimi długookresowej relacji kointegrującej.

Tabela 16. Wyniki testowania stopnia zintegrowania zmiennych dla panelu składającego się z wybranych krajów centrum strefy euro

	ADF-Fisher		PP-Fisher		IPS		LLC		Decyzja (stopień zintegro- wania)
	Poziom	Przyrost	Poziom	Przyrost	Poziom	Przyrost	Poziom	Przyrost	
<i>Spread</i>	12,955 (0,044)	–	9,905 (0,129)	98,525 (0,000)	–1,939 (0,026)	–	–1,949 (0,023)	–	I (0)
<i>Dług</i>	8,032 (0,236)	81,841 (0,000)	7,933 (0,243)	128,310 (0,000)	–0,246 (0,403)	–9,443 (0,000)	0,451 (0,674)	–9,704 (0,000)	I(1)
<i>Def^e</i>	2,695 (0,846)	106,665 (0,000)	1,766 (0,940)	133,817 (0,000)	0,903 (0,817)	–11,870 (0,000)	–0,489 (0,312)	–13,385 (0,000)	I(1)
<i>CA</i>	10,059 (0,122)	25,558 (0,000)	10,379 (0,110)	38,179 (0,000)	–1,400 (0,081)	–3,676 (0,000)	–2,539 (0,006)	–	I(1)
<i>PKB</i>	11,503 (0,074)	85,848 (0,000)	17,362 (0,008)	–	–1,675 (0,047)	–9,827 (0,000)	–0,078 (0,469)	–6,697 (0,000)	I(1)
<i>Infl</i>	15,154 (0,019)	–	15,391 (0,017)	–	–2,205 (0,014)	–	–1,710 (0,044)	–	I(0)
<i>Index</i>	25,809 (0,000)	–	46,031 (0,000)	–	–3,501 (0,000)	–	–2,042 (0,021)	–	I(0)
<i>CCI</i>	4,906 (0,556)	70,725 (0,000)	4,769 (0,574)	100,570 (0,000)	–0,122 (0,452)	–8,393 (0,000)	0,368 (0,644)	–9,575 (0,000)	I(1)
<i>KCFS^{a)}</i>	ADF				PP				Decyzja (stopień zintegro- wania)
	Poziom		Przyrost		Poziom		Przyrost		
	–2,959 (0,045)		–		–2,385 (0,150)		–5,266 (0,000)		

a) Z uwagi na fakt, że zmienna *KCFSI* nie różni się ze względu na kraje, wykorzystane są tradycyjne (dotyczące szeregów czasowych) testy pierwiastka jednostkowego.

Źródło: obliczenia własne, w nawiasie podane zostały graniczne poziomy istotności przy weryfikacji hipotez.

Tabela 17. Wyniki testowania stopnia zintegrowania zmiennych dla panelu składającego się z peryferyjnych krajów strefy euroa)

	ADF-Fisher		PP-Fisher		IPS		LLC		Decyzja (stopień zintegro- wania)
	Poziom	Przyrost	Poziom	Przyrost	Poziom	Przyrost	Poziom	Przyrost	
<i>Spread</i>	7,331 (0,694)	69,797 (0,000)	7,987 (0,630)	162,939 (0,000)	–0,082 (0,467)	–7,022 (0,000)	0,020 (0,508)	–4,298 (0,000)	I(1)
<i>Dług</i>	0,310 (1,000)	84,872 (0,000)	0,368 (1,000)	165,708 (0,000)	4,728 (1,000)	–7,935 (0,000)	3,018 (0,999)	–6,427 (0,000)	I(1)
<i>Def^e</i>	12,142 (0,276)	162,697 (0,000)	9,534 (0,482)	218,880 (0,000)	–0,699 (0,242)	–15,018 (0,000)	–1,357 (0,087)	–15,717 (0,000)	I(1)

Tabela 17 (cd.)

	ADF-Fisher		PP-Fisher		IPS		LLC		Decyzja (stopień zintegrowania)
	Poziom	Przyrost	Poziom	Przyrost	Poziom	Przyrost	Poziom	Przyrost	
CA	10,041 (0,437)	30,098 (0,001)	17,748 (0,059)	45,533 (0,000)	-0,608 (0,272)	-3,499 (0,000)	-1,084 (0,139)	-0,562 (0,287)	I(1)
PKB	10,130 (0,429)	115,031 (0,000)	18,812 (0,043)	–	-0,737 (0,230)	-10,703 (0,000)	0,138 (0,555)	-5,223 (0,000)	I(1)
Infl	13,059 (0,220)	67,588 (0,000)	14,595 (0,148)	141,890 (0,000)	-1,255 (0,105)	-6,996 (0,000)	-0,531 (0,298)	-4,073 (0,000)	I(1)
Index	21,189 (0,020)	–	34,518 (0,000)	–	-2,398 (0,008)	–	-1,141 (0,127)	-10,948 (0,000)	I(0)
CCI	11,395 (0,328)	78,534 (0,000)	7,090 (0,717)	103,952 (0,000)	-0,870 (0,192)	-7,843 (0,000)	-0,061 (0,476)	-7,590 (0,000)	I(1)

a) Wyniki dla zmiennej *KCFSI* są zamieszczone w tabeli 16.

Źródło: obliczenia własne; w nawiasie podane zostały graniczne poziomy istotności przy weryfikacji hipotez.

Na podstawie wyszczególnionych potencjalnych determinant spreadów szacowane są parametry następującego równania:

$$\begin{aligned}
 Spread_{it} = & \alpha_{0i} + \alpha_1 Dlug_{it} + \alpha_1^* Dlug_{it} CBOMT_t + \alpha_1^{**} Dlug_{it} OMT_t + \\
 & \alpha_2 Def_{it}^e + \alpha_2^* Def_{it}^e CBOMT_t + \alpha_2^{**} Def_{it}^e OMT_t + \alpha_3 CA_{it} + \\
 & \alpha_3^* CA_{it} CBOMT_t + \alpha_3^{**} CA_{it} OMT_t + \alpha_4 PKB_{it} + \alpha_4^* PKB_{it} CBOMT_t + \\
 & \alpha_4^{**} PKB_{it} OMT_t + \alpha_5 Infl_{it} + \alpha_5^* Infl_{it} CBOMT_t + \\
 & \alpha_5^{**} Infl_{it} OMT_t + \alpha_6 Index_{it} + \alpha_6^* Index_{it} CBOMT_t + \\
 & \alpha_6^{**} Index_{it} OMT_t + \alpha_7 KCFSI_t + \alpha_7^* KCFSI_t CBOMT_t + \\
 & \alpha_7^{**} KCFSI_t OMT_t + \alpha_8 CCI_{it} + \alpha_8^* CCI_{it} CBOMT_t + \\
 & \alpha_8^{**} CCI_{it} OMT_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \quad , \quad (1)$$

gdzie:

$CBOMT_t$ – zmienna binarna przyjmująca wartość 1 w okresie kryzysu, ale przed ogłoszeniem programu OMT (III kw. 2007 r. – II kw. 2012 r.) oraz 0 w przeciwnym przypadku,

OMT_t – zmienna binarna przyjmująca wartość 1 w kwartałach następujących po ogłoszeniu programu OMT (od III kw. 2012 r.) oraz 0 w przeciwnym przypadku.

W tabeli 18 przedstawione są wyniki estymacji parametrów modelu (1) dla grupy peryferyjnych krajów strefy euro, uzyskane za pomocą w pełni zmodyfikowanej metody najmniejszych kwadratów (*FMOLS*). Jak widać, oszacowania parametrów stojących przy zmiennych fiskalnych okazały się istotne jedynie dla okresu kryzysu poprzedzającego wprowadzenie programu OMT. Uzyskane znaki oszacowań parametrów dla tych zmiennych są zgodne z oczekiwaniami. Oznacza to, że w drugim podokresie wzrost długu sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz pogorszenie się prognozowanego salda tego sektora prowadziły do wzrostu spreadów w peryferyjnych krajach UGiW, przy innych czynnikach niezmiennych. Omawiając pozostałe zmienne charakteryzujące sytuację gospodarczą emitenta, wzrost dynamiki PKB wpływał istotnie na zmniejszanie się spreadów w całym okresie badawczym, przy czym w warunkach obowiązywania programu OMT skala tego oddziaływania była zdecydowanie silniejsza niż w pierwszym i drugim podokresie ($-0,584$ wobec $-0,097$). Pewne wątpliwości może budzić brak istotności zmiennej interakcyjnej $PKB*CBOMT$, jako że w okresie kryzysu poprzedzającym wprowadzenie programu OMT zaobserwowano największą zmienność dynamiki PKB. W tym miejscu warto jednak zwrócić uwagę na zmienną CCI , która z kolei okazała się istotnie wpływać na spready jedynie w drugim podokresie. Biorąc pod uwagę fakt, że zmienne PKB i CCI są istotnie i relatywnie silnie skorelowane (współczynnik korelacji wyniósł dla nich $0,72$ – por. tabela 15), można interpretować, że pogorszenie się nastrojów konsumenckich w drugim podokresie odzwierciedlało mający wówczas miejsce wyraźny spadek aktywności gospodarczej. Odnosząc się do zmiennej CA , jej wpływ na spready okazał się dodatni w całym okresie badawczym. Największą rolę odegrała ona w drugim podokresie ($0,336$ wobec $0,111$ w pierwszym i trzecim podokresie). Po 2009 roku deficyty na rachunku obrotów bieżących w analizowanej grupie krajów systematycznie spadały. Niemniej jednak, jak zauważają B. Mucha-Leszko i K. Twarowska (2014, s. 189), poprawa równowagi zewnętrznej w peryferyjnych krajach UGiW była „pozorna”, to znaczy w dużym stopniu wynikała ze spadku importu wskutek obniżenia się popytu w warunkach recesji (spadek nominalnej wartości importu dla Grecji, Portugalii i Hiszpanii w latach 2008–2012 wyniósł odpowiednio 34%, 23% i 22%¹³). Może to w pewnym sensie wyjaśniać niezgodny z oczekiwaniem znak oszacowania parametru stojącego przy zmiennej CA . Podobny kierunek zależności został zidentyfikowany w badaniu H. Gibsona, S. Halla oraz G. Tavlasa (2014).

Ponadto w całym okresie badawczym spready były determinowane przez zmienne *Index* oraz *KCFSI*. W obu przypadkach otrzymano oszacowania zgodne

13 Na podstawie danych z UNCTAD.

z oczekiwaniami. Wzrost niepewności na giełdach peryferyjnych krajów UGiW, a także wzrost globalnej awersji do ryzyka prowadził zatem do zwiększenia się omawianych różnic w rentownościach.

Tabela 18. Wyniki estymacji parametrów uzyskane za pomocą w pełni zmodyfikowanej metody najmniejszych kwadratów – grupa peryferyjnych krajów strefy euro

Zmienna	Oszacowanie parametru	Błąd standardowy	Statystyka t	Graniczny poziom istotności
<i>Dlug</i>	-0,025	0,014	-1,771	0,078
<i>Dlug*CBOMT</i>	0,073	0,033	2,222	0,027
<i>Dlug*OMT</i>	0,044	0,024	1,790	0,075
<i>PKB</i>	-0,097	0,044	-2,226	0,027
<i>PKB*OMT</i>	-0,487	0,029	-16,749	0,000
<i>CA</i>	0,111	0,016	6,833	0,000
<i>CA*CBOMT</i>	0,225	0,020	11,314	0,000
<i>CCI</i>	0,020	0,034	0,598	0,550
<i>CCI*CBOMT</i>	-0,199	0,031	-6,347	0,000
<i>KCFSI</i>	0,235	0,040	5,896	0,000
<i>Index</i>	42,333	0,042	1007,861	0,000
<i>Def^e</i>	-0,040	0,028	-1,440	0,151
<i>Def^e*CBOMT</i>	-0,062	0,031	-1,983	0,048
Efekty krajowe				
Grecja	3,550	–	–	–
Irlandia	1,027	–	–	–
Hiszpania	1,810	–	–	–
Portugalia	2,181	–	–	–
Włochy	0,611	–	–	–
R-kwadrat	0,658			
Dopasowany R-kwadrat	0,637			
Standardowy błąd estymacji	2,393			
Długookresowa wariancja	2,434			

Pogrubione wartości dotyczą zmiennych, które okazały się statystycznie istotne na poziomie 0,05.

Źródło: obliczenia własne.

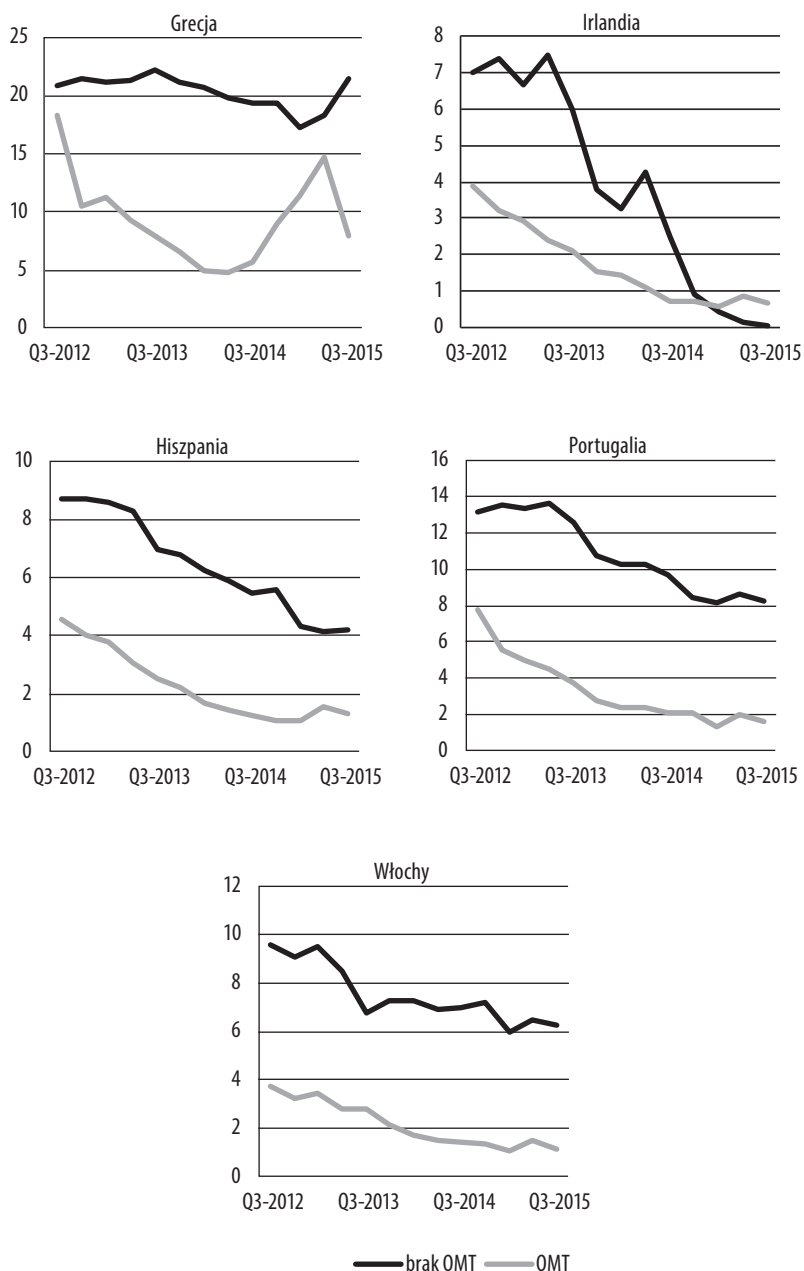
Odnosząc się do toczącej się w literaturze debaty na temat determinant rentowności obligacji skarbowych peryferyjnych krajów strefy euro, wnioski z niniejszego badania wspierają tezę, że w dużej mierze kształtowały się one pod wpływem czynników o charakterze niefundamentalnym. Świadczą o tym przede wszystkim różnice w istotności oszacowań parametrów stojących przy zmiennych fiskalnych w poszczególnych podokresach. W szczególności zmienna *Dlug* nie odegrała istotnej roli w objaśnianiu spreadów w pierwszym podokresie, mimo że – jak już wcześniej wskazano – w niektórych krajach z analizowanej grupy relacja długu

sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB w latach 2001–2007 utrzymywała się wyraźnie powyżej odpowiedniej wielkości dla Niemiec. Tym samym można zgodzić się z tymi autorami, którzy wskazywali na „uśpienie” naturalnej dyscyplinującej funkcji rynku w okresie przedkryzysowym (por. np. De Grauwe, Ji, 2013). W warunkach kryzysu inwestorzy stali się wrażliwi na pogarszającą się sytuację finansów publicznych krajów UGiW, co wskazywałoby na słuszność wy-suwanej między innymi przez R. Giordano, M. Pericolego i P. Tommasina (2013) oraz J. Beirne’a i M. Fratzschera (2013) hipotezy *wake-up-call contagion*. Niemniej jednak zgodnie z tym podejściem spready powinny były dalej rosnąć po ogłoszeniu programu OMT, jako że zadłużenie w analizowanych krajach nieprzerwanie rosło (do 2013/2014 r.). Tym samym wydaje się, że fundamenty fiskalne miały duże znaczenie dla kształtowania się spreadów, ale tylko w sytuacji niepewności, czy EBC wejdzie w rolę LOLR dla rządów. Wraz z „rozwiązaniem” tej wątpliwości wrażliwość inwestorów na kondycję fiskalną omawianej grupy krajów ponownie okazała się nieistotna. Innymi słowy, wydaje się, że zjawisko *wake-up-call contagion* mogło wystąpić w warunkach braku odpowiednich rozwiązań instytucjonalnych w strefie euro w okresie od trzeciego kwartału 2007 do drugiego kwartału 2012 roku.

Dodatkowo na duży wpływ czynników niefundamentalnych w determinowaniu spreadów wskazuje istotność zmiennej *KCFSI* w całym okresie badawczym. Jednocześnie otrzymane wyniki pozwalają wnioskować, że zmienne charakteryzujące sytuację gospodarczą emitenta odegrały pewną rolę. Świadczą o tym istotne oszacowania parametrów przy zmiennych *PKB* oraz *CA* przez większość analizowanego okresu.

Wiedząc, że wprowadzenie programu OMT zmieniło wrażliwość spreadów na kształtowanie się poszczególnych kategorii ekonomicznych, w tym przede wszystkim fiskalnych, warto sprawdzić, jak kształtowałyby się spready w trzecim podokresie, gdyby program OMT nie został wprowadzony.

W celu zilustrowania ilościowego wpływu wejścia przez EBC w rolę LOLR dla rządów na spready, obliczane są teoretyczne wartości zmiennej objaśnianej przy założeniu, że zmienna OMT przyjmuje wartość 0. Podobne podejście zastosował C. Favero (2013), wykorzystując oszacowania parametrów z okresu przedkryzysowego (2000–2009) dla okresu kryzysu (2010–2012). Wykres 12 przedstawia kształtowanie się empirycznych i teoretycznych (przy założeniu braku programu OMT po drugim kwartale 2012 r.) spreadów. Jak widać, dzięki wprowadzeniu programu OMT, zmniejszyły się koszty obsługi długu publicznego w peryferyjnych krajach strefy euro. Największe różnice dotyczą Grecji (średnio około 11 pkt proc.). Równocześnie analizowane różnice są wyraźne także w przypadku Portugalii, Włoch i Hiszpanii (wahają się średnio w przedziale 4,0–7,5 pkt proc.).



Wykres 12. Empiryczne (OMT) i kontrfaktyczne (brak OMT) wartości spreadów

Źródło: obliczenia własne.

W tabeli 19 przedstawione są wyniki estymacji parametrów modelu (1) dla grupy kontrolnej. Różnią się one zdecydowanie od rezultatów otrzymanych

dla grupy złożonej z peryferyjnych gospodarek strefy euro. Zmienna *Dlug* okazała się nieistotna w całym okresie badawczym. Jednocześnie inwestorzy byli wrażliwi na prognozowane saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB, o czym świadczą istotne oszacowania parametrów stojących przy zmiennej *Def^e* we wszystkich podokresach. Zgodnie z intuicją ekonomiczną, znaczenie analizowanej zmiennej wzrosło w warunkach kryzysu. Odnosząc się do pozostałych zmiennych makroekonomicznych, inaczej niż w peryferyjnych krajach UGiW, w grupie kontrolnej zmienna *PKB* okazała się nieistotna. Z kolei saldo rachunku obrotów bieżących miało ujemny wpływ na zmienną objaśnianą w drugim podokresie.

Tabela 19. Wyniki estymacji parametrów uzyskane za pomocą w pełni zmodyfikowanej metody najmniejszych kwadratów – grupa krajów centrum strefy euro

Zmienna	Oszacowanie parametru	Błąd standardowy	Statystyka t	Graniczny poziom istotności
<i>Def^e</i>	-0,034	0,010	-3,48	0,001
<i>Def^e*CBOMT</i>	-0,048	0,014	-3,32	0,001
<i>KCFSI</i>	0,120	0,012	10,23	0,000
<i>CCI</i>	-0,007	0,002	-3,98	0,000
<i>CA</i>	0,011	0,006	1,938	0,054
<i>CA*CBOMT</i>	-0,039	0,007	-5,31	0,000
Efekty krajowe				
Austria	0,295	–	–	–
Finlandia	0,379	–	–	–
Holandia	0,174	–	–	–
R-kwadrat	0,73			
Dopasowany R-kwadrat	0,72			
Standardowy błąd estymacji	0,12			
Długookresowa wariancja	0,03			

Pogrubione wartości dotyczą zmiennych, które okazały się statystycznie istotne na poziomie 0,05.

Źródło: obliczenia własne.

Podobnie jak w przypadku peryferyjnych krajów UGiW, również w Austrii, Finlandii i Holandii spready wzrastały wraz ze zwiększeniem się napięć na rynkach światowych (zmienna *KCFSI* determinowała spready we wszystkich podokresach). Równocześnie przez większość analizowanego okresu kraje z grupy kontrolnej utrzymywały rating kredytowy na poziomie potrójnego A, czyli tak jak Niemcy. Uzyskany wynik może wspierać wnioski z wcześniejszych badań, wskazujące na zjawisko ucieczki w płynność na rzecz kraju o statusie *safe haven*, czyli Niemiec w przypadku UGiW, w warunkach wzrastającej globalnej awersji do ryzyka (por. np. De Santis, 2012).

Podsumowanie

W rozdziale czwartym przeprowadzono badanie empiryczne, które miało zwerifikować, czy wejście przez EBC w rolę LOLR dla rządów krajów strefy euro wpłynęło na przebieg kryzysu w UGiW. W szczególności postawiono dwa pytania badawcze.

1. Czy w okresie obowiązywania programu OMT doszło do zmiany w zakresie wrażliwości spreadów na kształtowanie się fundamentów makroekonomicznych w stosunku do okresu kryzysu poprzedzającego ogłoszenie tego programu i – jeżeli tak – jaki był jej rozmiar?
2. Jak kształtowałyby się spready, gdyby EBC nie zdecydował się na wprowadzenie programu OMT?

Uzyskane wyniki pozwalają interpretować, że w grupie peryferyjnych krajów UGiW doszło do zmiany w zakresie wrażliwości spreadów na kształtowanie się fundamentów makroekonomicznych. Świadczą o tym przede wszystkim oszacowania parametrów stojących przy zmiennych fiskalnych. W szczególności relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB, która determinowała spready w okresie kryzysu poprzedzającym ogłoszenie programu OMT, okazała się nieistotna w warunkach obowiązywania tego programu, mimo że peryferyjne kraje strefy euro odnotowywały dalsze pogarszanie się kondycji finansów publicznych.

Odnosząc się do drugiego z postawionych pytań badawczych, analiza kontrfaktyczna jednoznacznie pokazała, że w okresie od trzeciego kwartału 2012 do czwartego kwartału 2015 roku spready byłyby wyraźnie wyższe, gdyby EBC nie zdecydował się na wprowadzenie programu OMT.

Zakończenie

We wprowadzeniu sformułowano cel główny monografii oraz cztery cele pomocnicze, umożliwiające jego osiągnięcie. Postawiono także hipotezę pracy. Układ książki został podporządkowany realizacji celów i weryfikacji hipotezy. Poniżej przedstawione zostaną najważniejsze wnioski z przeprowadzonych rozważań i badań własnych, które bezpośrednio odnoszą się do celów i hipotezy pracy.

Na podstawie przeprowadzonych studiów literaturowych wyciągnięto następujące wnioski. Koncepcja LOLR znajduje swoje źródło w pracach dziewiętnastowiecznych brytyjskich ekonomistów – H. Thorntona (1802) i W. Bagehota (1873). Ich rozważania do dziś stanowią punkt wyjścia do dalszych badań z obszaru funkcji LOLR. Można je podsumować w siedmiu punktach, które w literaturze funkcjonują jako zasady W. Bagehota (tzw. klasyczne ujęcie).

1. Funkcję LOLR realizuje bank centralny.
2. Zadaniem LOLR jest niedopuszczenie do rozprzestrzenienia się paniki w sektorze bankowym.
3. Pomoc LOLR powinna być kierowana wyłącznie do banków mających problemy z płynnością; nie powinny być nią objęte banki niewypłacalne.
4. W sytuacji paniki pomoc LOLR powinna być nieograniczona.
5. Wsparcie LOLR powinno być udzielane na wysoki procent, to jest powyżej stopy rynkowej.
6. Pożyczki powinny być dostępne pod warunkiem przedstawienia dobrych papierów wartościowych.
7. LOLR powinien z wyprzedzeniem informować o swojej gotowości do udzielenia pomocy.

Z kolei w ramach tak zwanego ujęcia współczesnego można wyodrębnić trzy podejścia do funkcji LOLR (Tucker, 2014, s. 16):

- 1) stanowisko Banku Rezerwy Federalnej w Richmond (ang. *the Richmond Fed view*),
- 2) stanowisko Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku (ang. *the New York Fed view*),
- 3) stanowisko zwolenników wolnej bankowości (ang. *the “free banking” school*).

Najogólniej rzecz ujmując, przedstawiciele pierwszych dwóch stanowisk opowiadają się za pełnieniem funkcji LOLR przez bank centralny, przy czym wyrażają różne opinie w kwestii sposobów jej realizacji oraz grona potencjalnych beneficjentów.

Według stanowiska Banku Rezerwy Federalnej w Richmond wsparcie płynnościowe powinno być udzielane całemu systemowi bankowemu przez operacje otwartego rynku. Zgodnie ze stanowiskiem Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku termin *LOLR* powinien być stosowany jedynie w kontekście wsparcia płynnościowego banku centralnego dla pojedynczych instytucji. W ramach tego stanowiska wysuwano również argumenty na rzecz pomocy banku centralnego dla instytucji niewypłacalnych. Z kolei zwolennicy wolnej bankowości sprzeciwiają się, by jakkolwiek instytucja publiczna pełniła funkcję *LOLR*.

Częstotliwość i intensywność badań z obszaru funkcji *LOLR* zwiększa się w warunkach kryzysu, a maleje, kiedy sytuacja gospodarcza jest względnie stabilna. Pokazują to wyraźnie studia literaturowe przeprowadzone w rozdziale pierwszym. Klasyczne rozważania na temat pożyczkodawcy ostatniej instancji stanowiły reakcję na serię kryzysów bankowych, które w XIX wieku wybuchały w Wielkiej Brytanii. Ponowny wzrost zainteresowania funkcją *LOLR* miał miejsce w ostatnich dekadach XX wieku. Okres kilku dziesięcioleci charakteryzujących się wysoką stabilnością finansową został przerwany na początku lat siedemdziesiątych XX wieku, kiedy to doszło do wybuchu kryzysu naftowego oraz rozpadu systemu z Bretton Woods. Niewątpliwie jednak to wybuch, przebieg i skala ostatniego kryzysu uczyniły kwestię odpowiedzialności banku centralnego za stabilność systemu finansowego, w tym realizowaną przez funkcję *LOLR*, jednym z najważniejszych tematów współczesnej debaty ekonomicznej.

Powyższy wniosek wydaje się być intuicyjny. Warto przy tym zauważyć, że w zależności od rodzaju kryzysu finansowego (bankowy, walutowy, zadłużeniowy) „zapotrzebowanie” na funkcję *LOLR* jest modyfikowane. Przykładowo, kryzysy walutowe, które wybuchały w latach dziewięćdziesiątych XX wieku, w tym w Meksyku i Azji Południowo-Wschodniej, stanowiły przyczynek do podjęcia ważnej dyskusji na temat realizacji funkcji *LOLR* na poziomie ponadnarodowym. Z kolei specyficzny kontekst kryzysu zadłużeniowego części gospodarek strefy euro uruchomił spór wokół kwestii *LOLR* dla rządów. Analiza ewolucji koncepcji *LOLR* pozwala zatem zrozumieć genezę istniejących „modyfikacji” funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji. Należy przy tym pamiętać, że dla wielu ekonomistów „rozciągnięcie” funkcji *LOLR* poza krajowy system bankowy, czyli tradycyjnego beneficjenta pomocy banku centralnego, jest co najmniej kontrowersyjne.

W następnej kolejności skoncentrowano się na omówieniu instytucjonalno-prawnych uwarunkowań realizacji funkcji *LOLR* w strefie euro. Na podstawie dokonanej analizy aktów prawnych regulujących działalność banków centralnych Eurosystemu można wyciągnąć następujące wnioski. Zarówno TFUE, jak i Statut ESBC nie odnoszą się bezpośrednio do funkcji *LOLR*. Zastosowanie takiego rozwiązania przez architektów UGiW stworzyło przestrzeń dla różnych,

niejednokrotnie sprzecznych interpretacji. Szczególne rozbieżności dotyczyły możliwości udostępniania przez EBC wsparcia płynnościowego pojedynczym instytucjom kredytowym strefy euro. Część autorów wskazywała, że nieprzeniesienie tej kompetencji wprost na poziom EBC oznacza, że nie została ona scentralizowana. Inni z kolei przekonywali, że uprawnienie EBC do udzielania ELA można wyprowadzać z traktatowej zasady subsydiarności. Co ważne, swojej wykładni istniejącego stanu prawnego dokonał sam EBC. Już w *Raporcie rocznym 1999* wskazał, że ELA leży w gestii KBC, to znaczy, że podejmują one ryzyko i ponoszą ewentualne koszty w związku z tymi operacjami. W kolejnych latach EBC podtrzymywał tę interpretację, dodając do niej nowe elementy.

W następnym kroku postanowiono sprawdzić, czy wykładnia EBC znajduje potwierdzenie w statutach KBC (lub innych właściwych aktach prawnych) i – przy pozytywnej weryfikacji – poznać więcej szczegółów na temat zasad udzielania ELA w krajach UGiW. Uzyskane wyniki wskazują na brak transparentności w odniesieniu do ELA, przy czym nie można wykluczyć, że takie rozwiązanie nie zostało wprowadzone celowo (zgodnie z zasadą konstruktywnej niejednoznaczności). Jedynie w przypadku sześciu KBC statut (inny właściwy akt prawny) *explicite* stwierdza, że ELA może zostać udostępnione. Szczegóły na temat zasad prowadzenia tych operacji są jednak ograniczone do minimum. Statuty (właściwe akty prawne) pozostałych KBC nie nawiązują do ELA, przy czym w siedmiu przypadkach można przypuszczać, że wsparcie płynnościowe może zostać udzielone na podstawie mandatu danego banku do zapewnienia stabilności finansowej.

W książce przedstawiono również opinie ekonomistów dotyczące rozwiązań w zakresie stabilności finansowej w strefie euro, które wysuwane były głównie w pierwszych latach jej funkcjonowania. Większość z nich miała krytyczny charakter. Szczególnie negatywnie oceniano brak jednolitego mechanizmu nadzorczego na szczeblu UGiW oraz nieprzekazanie EBC kompetencji do realizacji funkcji LOLR. Podkreślano, niejako proroczo, że pierwszy poważny kryzys w strefie euro negatywnie zweryfikuje przyjęte rozwiązania.

Przechodząc do działań antykryzysowych EBC z okresu od sierpnia 2007 do grudnia 2014 roku, część z nich można zaliczyć do obszaru LOLR. Biorąc pod uwagę inicjatywy podejmowane na rzecz sektora bankowego strefy euro, w 2008 roku EBC wprowadził procedurę FRFA, zarówno dla operacji MRO, jak i LTRO, dzięki czemu instytucje kredytowe UGiW uzyskały nieograniczony dostęp do płynności za odpowiednie zabezpieczenie. Równocześnie EBC poszerzał listę akceptowanych zabezpieczeń, obniżając wymogi w zakresie jakości kredytowej dla tworzących ją aktywów i dodając ich nowe rodzaje. Dzięki temu, jak przekonują niektórzy ekonomiści (por. np. Eberl, Weber, 2014, s. 43), korzyści z procedury FRFA mogły być lepiej realizowane. Z drugiej jednak strony niektóre zmiany

w zakresie aktywów kwalifikowanych, jak na przykład okresowe zawieszanie wymogów jakości kredytowej wobec instrumentów emitowanych/gwarantowanych przez grecki rząd, stały wyraźnie w sprzeczności z zasadą udzielania wsparcia LOLR jedynie w zamian za dobre papiery wartościowe.

Warto podkreślić, że w okresie od sierpnia 2007 do grudnia 2014 roku nie zidentyfikowano działań EBC, które można byłoby uznać za przejaw realizacji funkcji LOLR na rzecz pojedynczych banków. Tym samym, gdyby zawęzić definicję LOLR do operacji bilateralnych, tak jak proponują niektórzy autorzy (por. np. Matysek-Jędrych, 2014, s. 44; Bank of England, 2011, s. 14–15), nie można byłoby wnioskować, że w okresie badawczym EBC realizował funkcję LOLR na rzecz sektora bankowego. ELA udzielane było natomiast przez niektóre KBC (Buiter, Michels, Rahbari, 2011; Sinn, 2014b).

Przechodząc do omówienia działań EBC ukierunkowanych na sytuację na rynku obligacji skarbowych UGiW, oceniono, że EBC wszedł w rolę LOLR dla rządów wraz z zapowiedzią, a następnie ogłoszeniem programu OMT w trzecim kwartale 2012 roku. Wprawdzie EBC uruchomił wcześniej inny program – SMP – w ramach którego prowadzony był skup obligacji skarbowych na rynku wtórnym, niemniej jednak wydaje się, że założenia programu SMP nie pozwalały uznać EBC za „prawdziwego” LOLR dla rządów. W szczególności skala interwencji była limitowana. W przypadku programu OMT EBC zadeklarował zaś nieograniczony zakres pomocy (por. też Sławiński, 2016, s. 243).

Dokonawszy identyfikacji działań EBC z obszaru LOLR, postanowiono sprawdzić skuteczność programu OMT w redukcji napięć na rynku obligacji skarbowych UGiW. W tym celu przeprowadzono badanie empiryczne, którego przedmiotem były determinanty spreadów obligacji skarbowych tak zwanych peryferyjnych krajów strefy euro, czyli tych, w których kryzys zadłużeniowy objawił się najsilniej. Utworzono również grupę kontrolą, w której skład weszły kraje o najwyższej obok Niemiec wiarygodności kredytowej – Austria, Finlandia, Holandia. Sprawdzano, czy w warunkach obowiązywania programu OMT doszło do istotnej zmiany roli poszczególnych determinant w wyjaśnianiu spreadów. Badanie prowadzono dla okresu od pierwszego kwartału 2001 do czwartego kwartału 2015 roku, podzielonego na trzy podokresy: przedkryzysowy, kryzysu (poprzedzający wprowadzenie programu OMT) i obowiązywania programu OMT. Badanie pokazało, że spready w grupie peryferyjnych krajów UGiW pozostawały w dużej mierze pod wpływem czynników o charakterze niefundamentalnym. W okresie kryzysu, poprzedzającym wprowadzenie programu OMT, znaczenie zmiennych fundamentalnych wzrosło. W szczególności oszacowania parametrów stojących przy zmiennych finansalnych okazały się istotne jedynie dla tego podokresu. Wynik ten mógłby zatem wspierać hipotezę *wake-up-call contagion*, wysuwaną między innymi w pracach

R. Giordano, M. Pericolego i P. Tommasina (2013) oraz J. Beirne'a i M. Fratzsche-ra (2013). Niemniej jednak zgodnie z tym podejściem spready powinny były dalej rosnąć po ogłoszeniu programu OMT, jako że zadłużenie w analizowanych krajach nieprzerwanie rosło (do 2013/2014 r.). Tym samym wydaje się, że fundamenty fiskalne miały duże znaczenie dla kształtowania się spreadów, ale tylko w sytuacji niepewności, czy EBC wejdzie w rolę LOLR dla rządów. Wraz z „rozwiązaniem” tej wątpliwości, wrażliwość inwestorów na kondycję fiskalną omawianej grupy krajów ponownie okazała się nieistotna. Innymi słowy, wydaje się, że zjawisko *wake-up-call contagion* mogło wystąpić w warunkach braku odpowiednich rozwiązań z zakresu zarządzania kryzysem w strefie euro w okresie od trzeciego kwartału 2007 do drugiego kwartału 2012 roku.

Jak wynika z przeprowadzonych w książce analiz i badań, wraz z rozwojem kryzysu w strefie euro EBC podejmował kolejne działania z obszaru funkcji LOLR. W fazie kryzysu finansowego EBC odegrał rolę LOLR wobec całego sektora bankowego, natomiast w fazie kryzysu zadłużeniowego stał się LOLR dla rządów wraz z ogłoszeniem programu OMT. Niektórzy ekonomiści stoją na stanowisku, że bank centralny strefy euro wszedł w rolę LOLR dla rządów wcześniej – rozpoczynając skup obligacji skarbowych części członków UGiW na rynku wtórnym w ramach programu SMP lub uruchamiając dwie trzydziestosześcioletnie operacje LTRO, których niewypowiedzianym celem miało być wsparcie rynku długu krajów peryferyjnych. Jak zostało wyżej wskazane, w niniejszej monografii podano i oceniono argumenty, iż EBC stał się LOLR dla rządów dopiero wraz z ogłoszeniem programu OMT.

Zamykając część dotyczącą wniosków z książki, warto zwrócić uwagę na pewne problemy, które ujawniły się w trakcie jej pisanie. Po pierwsze, funkcja LOLR jest różnie definiowana w literaturze. Brak jest fundamentalnej zgody co do jej realizacji na poziomie międzynarodowym oraz wobec rządów. Co więcej, nawet w jej tradycyjnym rozumieniu, to jest w odniesieniu do sektora bankowego, występują węższe i szersze definicje. Z jednej strony taki stan rzeczy stwarza badaczowi pole do usystematyzowania poglądów na temat omawianej funkcji banku centralnego, umiejscowienia ich w kontekście historycznym, odnalezienia dominujących stanowisk, co może stanowić ważny wkład do istniejącej literatury. Z drugiej jednak strony pojawiają się wyzwania w zakresie interpretacji. W książce przy ocenie działań EBC starano się wysuwać własne argumenty. Niemniej jednak, zdając sobie sprawę z innych możliwych interpretacji, pokazywano odmienny punkt widzenia, mając nadzieję, że zestawienie, czasem sprzecznych, ocen własnych i tych formułowanych przez innych autorów nie wpłynie negatywnie na przejrzystość prowadzonego wywodu, ale pokaże złożoność problemu. Po drugie, przywołując opinie różnych ekonomistów i wchodząc z nimi w polemikę, nie zawsze było wiadomo,

jak definiują oni funkcję LOLR. Po trzecie, warto podkreślić, że od czasów współczesnych H. Thorntonowi i W. Bagehotowi struktura rynków finansowych istotnie się zmieniła. A zatem, choć zdecydowana większość autorów, w tym autorka niniejszej monografii, rozpoczyna swoje rozważania na temat funkcji LOLR od odwołania się do dorobku klasycznego, to niewątpliwie część z wysuwanych wówczas postulatów wymaga ponownego rozpatrzenia i oceny. Innymi słowy, są one dobrym punktem wyjścia do dalszej dyskusji, ale nie wszystkie powinny być traktowane aksjomatycznie.

Niniejsza monografia może stanowić podstawę do dalszych badań z zakresu funkcji LOLR. Po pierwsze, w pracy skoncentrowano się wyłącznie na działaniach antykryzysowych podejmowanych przez EBC. Tymczasem w analizowanym okresie, a także później – jak wynika z komunikatów EBC (2015a; 2015d) i doniesień prasowych – niektóre KBC udzielały ELA. Można by zatem było podjąć próbę poznania jak największej liczby szczegółów tych operacji, sposobów podejmowania decyzji o ich uruchomieniu, ich wpływu na stabilność systemu finansowego w poszczególnych krajach i strefie euro jako całości.

Inny proponowany kierunek badań wiąże się z powstaniem unii bankowej i ustanowionym w jej ramach Jednolitym Mechanizmem Nadzorczym. Uwzględniając te zmiany, warto byłoby ponownie rozważyć argumenty za i przeciw przeniesieniu kompetencji do realizacji funkcji LOLR na poziom EBC. W publikacji zebrano jedynie argumenty wysuwane w pierwszych latach funkcjonowania strefy euro, by pokazać, że kwestie nadzoru finansowego oraz samego LOLR od początku istnienia UGiW budziły wiele kontrowersji.

Bibliografia

- Afonso A., Furceri D., Gomes P. (2012), *Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data*, „Journal of International Money and Finance”, vol. 31(3), s. 606–638.
- Aglietta M. (1999), *A Lender of Last Resort for Europe*. CEPII, document de travail n°99–12.
- Albiński P. (2014), *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa.
- Alińska A. (2012), *Rola i pozycja sieci bezpieczeństwa finansowego w utrzymaniu stabilności systemu finansowego*, [w:] też (red.), *Polityka monetarna i fiskalna a stabilność sektora finansowego*, CeDeWu, Warszawa, s. 21–32.
- Allen F., Gale D. (2007), *Understanding financial crises*, Oxford University Press, Oxford.
- Allen W., Moessner R. (2010), *Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008–9*, BIS Working Papers no. 310, Bank for International Settlements, Basel.
- Altavilla C., Giannone D., Lenza M. (2014), *The financial and macroeconomic effects of OMT announcements*, Working Paper Series no. 1707, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Arestis P., Brown A., Sawyer M. (2001), *The euro*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Arghyrou M., Kontonikas A. (2012), *The EMU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion*, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money”, vol. 22(4), s. 658–677.
- Bagehot W. (1973), *Lombard street*, Scribner, Armstrong & Co., New York.
- Bagehot W. (1978), *What a Panic is and How it Might be Mitigated*, [w:] N. St. John-Stewas (red.), *The Collected Works of Walter Bagehot*, vol. 10, The Economist, London.
- Baka W. (2001), *Bankowość centralna. Funkcje – metody – organizacja*, Wydawnictwo Zarządzanie i Finanse, Warszawa.
- Baka W. (2005), *Bankowość europejska*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Baltagi B. (2013), *Econometric analysis of panel data*, 5th ed., Wiley, Chichester.
- Bank of Greece (2014), *The Chronicle of the great crisis*, Athens.
- Bank of England (2011), *Quarterly Inflation Report Q&A. Quarterly Inflation Report – 16th November 2011*, London.
- Baring F. (1797), *Observations on the establishment of the Bank of England and on the paper circulation of the country*, Printed at the Minerva Press for Sewell, Cornhill and Debrett, London.
- Barrios S., Iversen P., Lewandowska M., Setzer R. (2009), *Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis*, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Brussels.
- Bayoumi T., Dell’Ariccia G., Habermeier K., Mancini-Griffoli T., Valencia F. (2014), *Monetary Policy in the New Normal*, IMF Staff Discussion. Note SDN/14/3, International Monetary Fund, Washington.
- Beetsma R., Giuliodori M., Jong F. de, Widiyanto D. (2013), *Spread the news: The impact of news on the European sovereign bond markets during the crisis*, „Journal of International Money and Finance”, no. 34, s. 83–101.
- Beirne J., Fratzscher M. (2013), *The pricing of sovereign risk and contagion during the European sovereign debt crisis*, „Journal of International Money and Finance”, no. 34, s. 60–82.

- Bernanke B., Gertler M. (2001), *Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?*, „American Economic Review”, vol. 91(2), s. 253–257.
- Bernoth K., Erdogan B. (2012), *Sovereign bond yield spreads: A time-varying coefficient approach*, „Journal of International Money and Finance”, vol. 31(3), s. 639–656.
- Bilski J. (2006), *Międzynarodowy system walutowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Bindseil U. (2007), *Central bank financial crisis management – a practical perspective with risk management focus*, https://www.researchgate.net/publication/267400405_Central_bank_financial_crisis_management_-_a_practical_perspective_with_risk_management_focus (dostęp: 22.01.2016).
- Bindseil U., Jabłecki J. (b.d.), *What caused the European sovereign debt crisis?*, b.m.w.
- Bini Smaghi L. (1999), *Who Takes Care of Financial Stability in Europe?*, [w:] C. Goodhart (red.), *Which Lender of Last Resort for Europe?*, Central Banking Publications, London, s. 225–256.
- Blot C., Creel J., Hubert P., Labondance F. (2014), *Dealing with the ECB's triple mandate?*, *Revue de l'OFCE – Debates and Policies* – 134 (2014), <https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-01072114/document> (dostęp: 26.06.2016).
- Bogołębska J. (2008), *Bank centralny jako pożyczkodawca ostatniej instancji. Współczesne dylematy realizacji funkcji*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica”, vol. 221, s. 45–60.
- Bogołębska J. (2012), *Instrumenty polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego w okresie globalnego kryzysu finansowego*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica”, vol. 264, s. 53–63.
- Bogołębska J. (2013), *Nierównowagi globalne a stabilność międzynarodowego systemu walutowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Bordo M. (1989), *The Lender of Last Resort: Some Historical Insights*, NBER Working Paper no. 3011.
- Bordo M. (1990), *The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience*, „Economic Review” (Federal Reserve Bank of Richmond), vol. 76(1), s. 18–29.
- Bordo M. (2007), *A Brief History of Central Banks. Economic Commentary*, Federal Reserve Bank of Cleveland, Cleveland.
- Bordo M., Jonung L. (1999), *The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?*, NBER Working Paper no. 7365.
- Bordo M., Redish A. (1987), *Why Did the Bank of Canada Emerge in 1935?*, „The Journal of Economic History”, vol. 47(02), s. 405–417.
- Bordo M., Wheelock D. (1998), *Price Stability and Financial Stability: The Historical Record*, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis.
- Bordo M., Dueker M., Wheelock D. (2000), *Aggregate Price Shocks and Financial Instability: An Historical Analysis*, NBER Working Paper no. 7652.
- Borio C. (2011), *Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?*, BIS Working Papers no. 353, Bank for International Settlements, Basel.
- Borio C. (2014), *Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery?*, BIS Working Papers no. 440, Bank for International Settlements, Basel.
- Borio C., Lowe P. (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS Working Papers no. 114, Bank for International Settlements, Basel.
- Borio C., White W. (2004), *Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes*, BIS Working Papers no. 147, Bank for International Settlements, Basel.
- Boyer des Roches J. de, Solis Rosales R. (2011), *R.G. Hawtrey on the national and international lender of last resort*, „The European Journal of the History of Economic Thought”, vol. 18(2), s. 175–202.
- Braun B. (2015), *Preparedness, Crisis Management and Policy Change: The Euro Area at the Critical Juncture of 2008–2013*, „The British Journal of Politics & International Relations”, vol. 17(3), s. 419–441.

- Brown M., Trautmann S., Vlahu R. (2014), *Understanding Bank-Run Contagion*, Working Paper Series no. 1711, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Broyer S., Lemangnen A. (2013), *Towards increased ECB supervision of the ELA programmes?*, NATIXIS Special Report no. 51.
- Bruni F. (2001), *Financial Stability, Regulation, Supervision, and Modern Central Banking*, [w:] A. Santomero, S. Viotti, A. Vredin (red.), *Challenges for Central Banking*, Springer Science+Business Media, New York, s. 19–37.
- Buiter W., Rahbari E. (2012), *The European Central Bank as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Eurozone*, „JCMS: Journal of Common Market Studies”, no. 50, s. 6–35.
- Buiter W., Michels J., Rahbari E. (2011), *ELA: An Emperor without Clothes?*, Citigroup Global Markets.
- Campbell A., Lastra R. (2010), *Revisiting the Lender of Last Resort – The Role of the Bank of England*, [w:] I. MacNeil, J. O'Brien (red.), *The Future of Financial Regulation*, Hart Publishing, Oxford–Portland, s. 161–178.
- Capie F. (2002), *Can there be an International Lender-of-Last-Resort?*, [w:] C. Goodhart, G. Illing (red.), *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort*, Oxford University Press, Oxford, s. 437–448.
- Capie F., Wood G. (2007), *The lender of last resort*, Routledge, London.
- Capie F., Goodhart C., Fisher S., Schnadt N. (1994), *The future of central banking*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Castiglionesi F., Wagner W. (2012), *Turning Bagehot on His Head: Lending at Penalty Rates When Banks Can Become Insolvent*, „Journal of Money, Credit and Banking”, vol. 44(1), s. 201–219.
- Cea M. (2011), *The Regulatory Powers of the Federal Reserve and the European Central Bank in the Wake of the Financial Crisis of 2007–2009*, „Creighton International and Comparative Law Journal”, vol. 2(1), s. 54–76.
- Cecchetti S., Disyatat P. (2010), *Central Bank Tools and Liquidity Shortages*, FRBNY “Economic Policy Review”, August, <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/10v16n1/1008cecc.pdf> (dostęp: 14.12.2014).
- Cecchetti S., Schoenholtz K. (2011). *Money, banking, and financial markets*, McGraw-Hill/Irwin, New York.
- Cecchetti S., Genberg H., Wadhvani S. (2002), *Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework*, NBER Working Paper no. 8970.
- Central Bank of Ireland (2013), *Annual Report 2012*, <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/annual-reports/2013-central-bank-annual-report.pdf?sfvrsn=10> (dostęp: 15.09.2015).
- Choi I. (2001), *Unit root tests for panel data*, „Journal of International Money and Finance”, vol. 20(2), s. 249–272.
- Ciszek T., Górka A., Otachel B., Siemaszko M., Żak R., Żogała M. (2004), *Europejski system banków centralnych*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Claeys G., Hallerberg M., Tschekassin O. (2014), *European Central Bank Accountability: How the Monetary Dialogue Could Evolve*, „Bruegel Policy Contribution”, issue 04, s. 1–12.
- Cœuré B. (2013), *Outright Monetary Transactions, one year on*, Speech by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, at the conference „The ECB and its OMT programme”, organised by Centre for Economic Policy Research, German Institute for Economic Research and KfW Bankengruppe, Berlin.
- Copelovitch M., Singer D. (2008), *Financial Regulation, Monetary Policy, and Inflation in the Industrialized World*, „The Journal of Politics”, vol. 70(3), s. 663–680.
- Corrigan E. (1990), *Reforming the US Financial System: An International Perspective*, „Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review”, Spring 1, s. 1–14.

- Cour-Thimann P., Winkler B. (2013), *The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure*, ECB Working Paper Series no. 1528, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Court of Justice of the European Union (2015), *The OMT programme announced by the ECB in September 2012 is compatible with EU law*, Press release no. 70/15, 16 June, Luxembourg.
- Cruz Ortiz G. (2009), *Issues in the governance of central banks*, Bank for International Settlements, Basel.
- Daniels J., Van Hoose D. (2014), *International monetary and financial economics*, Pearson, Boston–London.
- Darvas Z., Merler S. (2013), *The European Central Bank in the age of banking union*, „Bruegel Policy Contribution”, issue 13, s. 1–18.
- De Grauwe P. (2011), *The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?*, CESifo Working Paper Series no. 3569.
- De Grauwe P. (2012), *Economics of Monetary Union*, 9th ed., Oxford University Press, Oxford.
- De Grauwe P., Ji Y. (2013), *Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test*, „Journal of International Money and Finance”, no. 34, s. 15–36.
- De Grauwe P., Ji Y. (2014), *The Future of the Eurozone*, „The Manchester School”, no. 82, s. 15–34.
- Dehesa G. de la (2009), *Improving ECB's Accountability and Transparency*, European Parliament, Brussels.
- Delston R., Campbell A. (2002), *Emergency Liquidity Financing by Central Banks: Systemic Protection or Bank Bailout?*, IMF Legal Department and IMF Institute Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, May 7–17.
- De Santis R. (2012), *The euro area sovereign debt crisis: safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal*, Working Paper Series no. 1419/February 2012, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- De Santis R. (2014), *The euro area sovereign debt crisis: Identifying flight-to-liquidity and the spillover mechanisms*, „Journal of Empirical Finance”, no. 26, s. 150–170.
- Diamond D., Dybvig P. (1983), *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, „Journal of Political Economy”, vol. 91(3), s. 401–419.
- Dickey D., Fuller W. (1981), *Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root*, „Econometrica”, vol. 49(4), s. 1057–1072.
- Dincer N., Eichengreen B. (2013), *Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures*, BOK Working Paper no. 2013–21.
- Dobler M., Gray S., Murphy D., Radzewicz-Bak B. (2016), *The Lender of Last Resort Function after the Global Financial Crisis*, IMF Working Paper WP/16/10, International Monetary Fund, Washington.
- Domanski D., Moessner R., Nelson W. (2014), *Central banks as lender of last resort: experiences during the 2007–2010 crisis and lessons for the future*, [w:] *Re-thinking the lender of last resort*, BIS Papers no. 79, Bank for International Settlements, Basel.
- Dowd K. (1988), *Automatic stabilizing mechanisms under free banking*, „Cato Journal”, vol. 7(3), s. 643–659.
- Dowd K. (2001), *Money and the market*, Routledge, London.
- Draghi M. (2012), *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi*, Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 July.
- Drudi F., Durré A., Mongelli F. (2012), *The Interplay of Economic Reforms and Monetary Policy. The Case of the Euro Area*, ECB Working Paper Series no. 1467, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Dudkiewicz B. (2016), *Europejski Bank Centralny i nadzór finansowy w Unii Europejskiej a stabilność finansowa*, CeDeWu, Warszawa.

- Duisenberg W. (2003), *Testimony before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament with the President of the European Central Bank, in accordance with Article 113(3) of the Treaty on European Union*, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2003/html/sp030217.en.html> (dostęp: 8.01.2015).
- Durlauf S., Blume L. (2008), *The new Palgrave dictionary of economics*, Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- Eberl J., Weber C. (2014), *ECB Collateral Criteria: A Narrative Database 2001–2013*, ifo Working Paper no. 174.
- ECB (1998a), *A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981013_1.en.html (dostęp: 29.09.2016).
- ECB (1998b), *The quantitative reference value for monetary growth*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981201_3.en.html (dostęp: 29.09.2016).
- ECB (1999a), *ECB Monthly Bulletin January 1999*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (1999b), *Review of the quantitative reference value for monetary growth*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1999/html/pr991202_2.en.html (dostęp: 29.09.2016).
- ECB (2000a), *ECB Annual Report 1999*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2000b), *Review of the quantitative reference value for monetary growth*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2000/html/pr001214_2.en.html (dostęp: 29.09.2016).
- ECB (2001a), *Fine tuning operation on 12 September 2001*, <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2001/html/pr010912.en.html> (dostęp: 9.10.2016).
- ECB (2001b), *Monetary policy decisions*, <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2001/html/pr010913.en.html> (dostęp: 9.10.2016).
- ECB (2001c), *Review of the quantitative reference value for monetary growth*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2001/html/pr011206_2.en.html (dostęp: 29.09.2016).
- ECB (2002), *Review of the quantitative reference value for monetary growth*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2002/html/pr021205_1.en.html (dostęp: 29.09.2016).
- ECB (2003), *The ECB's monetary policy strategy*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.en.html (dostęp: 29.09.2016).
- ECB (2004), *The monetary policy of the ECB 2004*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2006), *Financial Stability Review December 2006*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2007), *ECB Monthly Bulletin February 2007*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2008a), *Covered bonds in the EU financial system December 2008*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2008b), *Decyzje w sprawie polityki pieniężnej*, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008.pl.html> (dostęp: 20.10.2016).
- ECB (2008c), *Financial Stability Review June 2008*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2008d), *Measures to further expand the collateral framework and enhance the provision of liquidity*, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081015.en.html> (dostęp: 21.10.2016).
- ECB (2008e), *Raport Roczny 2007*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt am Main.
- ECB (2008f), *Zmiany w procedurze przetargowej oraz przedziale oprocentowania operacji kredytowo-depozytowych*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008_2.pl.html (dostęp: 20.10.2016).
- ECB (2009a), *Purchase programme for covered bonds*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html (dostęp: 23.10.2016).
- ECB (2009b), *Raport Roczny 2008*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt am Main.
- ECB (2010a), *Covered bond purchase programme completed*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html (dostęp: 23.10.2016).
- ECB (2010b), *Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 14 maja 2010 r. w sprawie ustanowienia programu dotyczącego rynków papierów wartościowych (ECB/2010/5)*, Dziennik

- Urządowy Unii Europejskiej, L 124, 20 maj 2010, https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/L_12420100520pl00080009.pdf (dostęp: 23.10.2016).
- ECB (2010c), *ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets*, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html> (dostęp: 21.10.2016).
- ECB (2010d), *Monthly Bulletin November 2010*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2010e), *Monthly Bulletin October 2010*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2010f), *Opinia Europejskiego Banku Centralnego z dnia 11 stycznia 2010 r. w sprawie projektu dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającej dyrektywę 2003/71/WE i 2004/109/WE (CON/2010/6) (2010/C 19/01)*, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010AB0006&from=PL> (dostęp: 10.10.2016).
- ECB (2010g), *Raport Roczny 2009*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt am Main.
- ECB (2011a), *ECB announces details of its new covered bond purchase programme (CBPP2)*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111103_1.en.html (dostęp: 23.10.2016).
- ECB (2011b), *ECB announces measures to support bank lending and money market activity*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html (dostęp: 21.10.2016).
- ECB (2011c), *Financial Stability Review June 2011*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2011d), *Raport Roczny 2010*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2011e), *Realizacja polityki pieniężnej w strefie euro*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2011f), *The monetary policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2012a), *Biuletyn Miesięczny Wrzesień 2012*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt am Main.
- ECB (2012b), *Ending of covered bond purchase programme 2 (CBPP2)*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr121031_1.en.html (dostęp: 23.10.2016).
- ECB (2013a), *Details on securities holdings acquired under the Securities Markets Programme*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html (dostęp: 23.10.2016).
- ECB (2013b), *Introductory statement to the press conference (with Q&A), Mario Draghi, President of the ECB, Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB*, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html> (dostęp: 20.10.2016).
- ECB (2013c), *Monthly Bulletin July 2013*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2013d), *Monthly Bulletin May 2013*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2013e), *Raport Roczny 2012*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2014a), *Collateral Eligibility and Availability Follow-up to the Report on "Collateral Eligibility Requirements – a Comparative Study across Specific Frameworks" dated July 2013*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2014b), *Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 15 października 2014 r. w sprawie realizacji trzeciego programu zakupu zabezpieczonych obligacji (EBC/2014/40)*, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj-jol_2014_335_r_0010-pl-txt.pdf (dostęp: 20.10.2016).
- ECB (2014c), *EBC ogłasza informacje o operacjach polityki pieniężnej z terminem rozliczenia do grudnia 2016 r.*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_1.pl.html (dostęp: 20.10.2016).
- ECB (2014d), *Financial Stability Review. November 2014*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2014e), *Procedury dotyczące awaryjnego wsparcia płynnościowego*, http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.pl.pdf?964e4bea530dfa47828f5173d5d355113 (dostęp: 10.10.2016).
- ECB (2014f), *Raport Roczny 2013*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt am Main.

- ECB (2015a), *Awaryjne wsparcie płynnościowe dla banków greckich pozostaje na obecnym poziomie*, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150628.pl.html> (dostęp: 6.11.2016).
- ECB (2015b), *Raport Roczny 2014*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt am Main.
- ECB (2015c), *Sprawozdanie finansowe EBC za 2014 r.*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150219_1.pl.html (dostęp: 23.10.2016).
- ECB (2015d), *Utrzymanie awaryjnego wsparcia płynnościowego dla banków greckich*, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150706.pl.html> (dostęp: 6.11.2016).
- ECB (2015e), *Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2015/510 z dnia 19 grudnia 2014 r. w sprawie implementacji ram prawnych polityki pieniężnej Eurosystemu (EBC/2014/60) (wersja przekształcona)*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt am Main.
- ECB (2016), *2016 Edition of the European Covered Bond Fact Book*, Brussels.
- Eichengreen B. (2002), *Financial crises*, Oxford University Press, Oxford.
- Eichengreen B., Mohamed E., Fraga A., Ito T., Pisani-Ferry J., Prasad E., Rajan R., Ramos M., Reinhart C., Rey H., Rodrik D., Rogoff K., Song Shin H., Velasco A., Weder di Mauro B., Yu Y. (2011), *Rethinking central banking*, Brookings Institution, Washington.
- Eichler S., Hielscher K. (2012), *Does the ECB act as a lender of last resort during the subprime lending crisis? Evidence from monetary policy reaction models*, „Journal of International Money and Finance”, vol. 31(3), s. 552–568.
- Evanoff D., Holthausen C., Kaufman G., Kremer M. (2014), *The role of central banks in financial stability*, World Scientific Publishing Co. Pte Ltd, Singapore.
- Falagiarda M., Reitz S. (2015), *Announcements of ECB unconventional programs: Implications for the sovereign spreads of stressed euro area countries*, „Journal of International Money and Finance”, no. 53, s. 276–295.
- Farhi E., Gourinchas P., Rey H. (2011), *Reforming the international monetary system*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Favero C. (2013), *Modelling and forecasting government bond spreads in the euro area: A GVAR model*, „Journal of Econometrics”, vol. 177(2), s. 343–356.
- Fernández-Arias E., Levy-Yeyati E. (2010), *Global Financial Safety Nets: Where Do We Go from Here?*, IDB Working Paper Series no. IDB-WP-231.
- Fischer S. (1999), *On the Need for an International Lender of Last Resort*, „Journal of Economic Perspectives”, vol. 13(4), s. 85–104.
- Flejterski S., Czyszcz P. (2012), *Banki centralne a globalny kryzys bankowo-finansowy (z uwzględnieniem perspektywy Austrian School of Economics)*, [w:] W. Jaworski, A. Szelałowska (red.), *Współczesna bankowość centralna*, CeDeWu, Warszawa, s. 149–164.
- Fratzscher M., Lo Duca M., Straub R. (2014), *ECB Unconventional Monetary Policy Actions: Market Impact, international Spillovers and Transmission Channels*, Paper presented at the 15th Jacques Polak Annual Research Conference.
- Freixas X., Parigi B. (2014), *Lender of Last Resort and Bank Closure Policy: A Post-Crisis Perspective*, [w:] A. Berger, P. Molyneux, J. Wilson (red.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford University Press, Oxford, s. 474–504.
- Freixas X., Giannini C., Hoggarth G., Soussa F. (2000), *Lender of Last Resort: What Have We Learned Since Bagehot?*, „Journal of Financial Services Research”, vol. 18(1), s. 63–84.
- Friedman M., Schwartz A. (1963), *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, Princeton University Press, Princeton.
- Friedman M., Schwartz A. (2009), *The great contraction/with a new preface by Anna Jacobson Schwartz and a new introduction by Peter L. Bernstein*, Princeton University Press, Princeton.
- Giavazzi F., Mishkin F. (2006), *An evaluation of Swedish monetary policy between 1995 and 2005*, Finansutskottet, Sveriges riksdag, Stockholm.

- Gibson H., Hall S., Tavlas G. (2014), *Are all sovereigns equal? A test of the common determination of sovereign spreads in the euro area*, „Empirical Economics”, vol. 48(3), s. 939–949.
- Giordano R., Pericoli M., Tommasino P. (2013), *Pure or Wake-up-Call Contagion? Another Look at the EMU Sovereign Debt Crisis*, „International Finance”, vol. 16(2), s. 131–160.
- Goldberg L., Kennedy C., Miu J. (2010), *Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs*, NBER Working Paper no. 15763.
- Goldstein I., Pauzner A. (2005), *Demand-Deposit Contracts and the Probability of Bank Runs*, „The Journal of Finance”, vol. 60(3), s. 1293–1327.
- Goodfriend M., King R. (1988), *Financial Deregulation, Monetary Policy, and Central Banking*, „Economic Review” (Federal Reserve Bank of Richmond), vol. 74(3), s. 3–22.
- Goodhart C. (1995), *The central bank and the financial system*, Macmillan, Basingstoke.
- Goodhart C. (1999), *Myths about the Lender of Last Resort*, „International Finance”, vol. 2(3), s. 339–360.
- Goodhart C., Illing G. (2002), *Financial crises, contagion, and the lender of last resort*, Oxford University Press, Oxford.
- Gorton G. (1984), *Private clearinghouses and the origins of central banking*, „Business Review Federal Reserve Bank of Philadelphia”, Jan/Feb, s. 3–12.
- Gómez-Puig M., Sosvilla-Rivero S., Singh M. (2015), *Sovereigns and Banks in the Euro Area: A Tale of Two Crises*, Research Institute of Applied Economics Working Paper 2015/04 1/52.
- Grabowski W., Stawasz E. (2013), *Programy skupu aktywów Europejskiego Banku Centralnego w dobie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro*, „Ekonomia Międzynarodowa”, nr 4, s. 5–21.
- Grabowski W., Stawasz E. (2016), *Determinanty rentowności obligacji skarbowych peryferyjnych krajów strefy euro w warunkach stabilności i kryzysu*, „Bank i Kredyt”, vol. 47(2), s. 119–135.
- Greenspan A. (2002), *Issues for Monetary Policy Remarks by Chairman Alan Greenspan Before the Economic Club of New York, New York City, December 19*, <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021219/default.htm> (dostęp: 6.11.2016).
- Grossman R. (2006), *The Emergence of Central Banks and Banking Regulation in Comparative Perspective*, Wesleyan Economics Working Papers 2006–021.
- Grostał W., Ciżkowicz-Pękała M., Niedźwiedzińska J., Skrzyszewska-Paczek E., Stawasz E. (2015), *Ewolucja strategii celu inflacyjnego w wybranych krajach*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Guttman R. (2003), *Money as a Social Institution: A Heterodox View of the Euro*, [w:] S. Bell, E. Nell (red.), *The State, the Market and the Euro: Chartalism Versus Metallism in the Theory of Money*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham–Northampton, s. 138–159.
- Haan L. de, Hessel J., End J. van den (2014), *Are European sovereign bonds fairly priced? The role of modelling uncertainty*, „Journal of International Money and Finance”, no. 47, s. 239–267.
- Hadjiemmanuil C. (1996), *The European Central Bank and Banking Supervision*, Essays in International Financial & Economic Law 3, September.
- Hałaj G. (2008), *Przegląd metod badania płynności banków*, „Bank i Kredyt”, vol. 39(7), s. 14–26.
- Hammond G. (2012), *State of the art of inflation targeting, Handbook – no. 29*, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, London.
- Hawtrey R. (1932), *The art of central banking*, Longmans, Green and Co., London.
- Healey J. (2001), *Financial stability and the central bank: international evidence*, [w:] R. Brealey, A. Clark, C. Goodhart, J. Healey, G. Hoggarth, D. Llewellyn, C. Shu, P. Sinclair, F. Soussa (red.), *Financial Stability and Central Banks*, Routledge, London, s. 19–78.
- Hoggarth G., Soussa F. (2001), *Crisis management, lender of last resort and the changing nature of the banking industry*, [w:] A. Clark, D. Llewellyn, J. Healey, C. Goodhart, R. Brealey, P. Sinclair, G. Hoggarth, C. Shu, F. Soussa (red.), *Financial Stability and Central Banks*, Routledge, London, s. 166–186.
- House of Commons (2008), *The run on the Rock*, Fifth Report of Session 2007–08, vol. I, House of Commons, London.

- Hu K. (2014), *The Institutional Innovation of the Lender of Last Resort Facility in the Eurozone*, „Journal of European Integration”, vol. 36(7), s. 627–640.
- Huizinga H. (2003), *EMU and Financial Market Structure*, [w:] M. Buti, A. Sapir (red.), *EMU and Economic Policy in Europe: The Challenge of the Early Years*, Edward Elgar Publishing, Northampton, s. 303–333.
- Humphrey T. (1989), *Lender of Last Resort: The Concept in History*, „Economic Review” (Federal Reserve Bank of Richmond), vol. 75(2), s. 8–16.
- Humphrey T. (2010), *Lender of Last Resort: What It Is, Whence It Came, and Why the Fed Isn't It*, „Cato Journal”, vol. 30(2), s. 333–364.
- Humphrey T., Keleher R. (1984), *The Lender of Last Resort: A Historical Perspective*, „Cato Journal”, vol. 4(1), s. 275–321.
- Illing G., König P. (2014), *The European Central Bank as Lender of Last Resort*, „DIW Economic Bulletin”, September, s. 16–29.
- Im K., Pesaran M., Shin Y. (2003), *Testing for unit roots in heterogeneous panels*, „Journal of Econometrics”, vol. 115(1), s. 53–74.
- IMF (1998), *Selected Issues in Mature Financial Systems: EMU, Banking System Performance, and Supervision and Regulation*, [w:] *International Capital Markets Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, International Monetary Fund, Washington, s. 104–146.
- IMF (2008), *Republic of Croatia: Financial System Stability Assessment – Update*, IMF Country Report no. 08/160, International Monetary Fund, Washington.
- IMF (2011), *Sweden: Financial Sector Assessment Program Update: Technical Note on Contingency Planning, Crisis Management and Bank Resolution*, IMF Country Report no. 11/287, International Monetary Fund, Washington.
- Ingves S., Edey M., Cifuentes R., Tumpel-Gugerell G., Matherat S., Yamamoto K., Guemez García G., Dib J., Jr N. (2011), *Central bank governance and financial stability*, Bank for International Settlements, Basel.
- Issing O. (2013), *Challenges for Monetary Policy*, DIW Conference Berlin, 2 September.
- Iyer R., Peydró J. (2010), *Interbank Contagion at Work Evidence from a Natural Experiment*, Working Paper Series no. 1147, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Iyer R., Puri M. (2008), *Understanding Bank Runs: The Importance of Depositor-Bank Relationships and Networks*, NBER Working Paper no. 14280.
- Jacklin C., Bhattacharya S. (1988), *Distinguishing Panics and Information-based Bank Runs: Welfare and Policy Implications*, „Journal of Political Economy”, vol. 96(3), s. 568–592.
- Jansson P. (2014), *The Riksbank's monetary policy strategy – in tune or out of tune with the rest of the world?*, <https://www.bis.org/review/r140603f.htm> (dostęp: 6.11.2016).
- Jurkowska-Zeidler A. (2008), *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Kao C. (1999), *Spurious regression and residual-based tests for cointegration in panel data*, „Journal of Econometrics”, vol. 90(1), s. 1–44.
- Kao C., Chiang M. (2001), *On the Estimation and Inference of a Cointegrated Regression in Panel Data*, [w:] B. Baltagi, T. Fomby, R. Hill (red.), *Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels*, „Advances in Econometrics”, vol. 15, Emerald Group Publishing Limited, s. 179–222.
- Kaufman G. (1990), *Lender of Last Resort: A Contemporary Perspective*, Research Paper no. 9008, Federal Reserve Bank of Dallas.
- Kaźmierczak A. (2008), *Polityka pieniężna w gospodarce otwartej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kilponen J., Laakkonen H., Vilmunen J. (2015), *Sovereign Risk, European Crisis Resolution Policies and Bond Yields*, „International Journal of Central Banking”, vol. 11(2), s. 285–323.
- Kindleberger C., Aliber R. (2011), *Manias, Panics and Crashes*, Palgrave Macmillan, Basingstoke.

- Konopczak M., Sieradzki R., Wiernicki M. (2010), *Kryzys na światowych rynkach finansowych – wpływ na rynek finansowy w Polsce oraz implikacje dla sektora realnego*, „Bank i Kredyt”, vol. 41(6), s. 45–70.
- Kuttner K. (2011), *Monetary Policy and Asset Price Volatility: Should We Refill the Bernanke-Gertler Prescription?*, Department of Economics Working Papers 2011–04, Williams College.
- Laidler D. (2003), *Two views of the lender of last resort: Thornton and Bagehot*, „Cahiers d'Économie Politique”, vol. 45(2), s. 61–78.
- Lastra R. (2000), *The Division of Responsibilities between the European Central Bank and the National Central Banks within the European System of Central Banks*, „Columbia Journal of European Law”, vol. 6, issue 2, s. 167–180.
- Lastra R. (2003), *The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe*, „Columbia Journal of European Law”, vol. 10, issue 1, s. 49–68.
- Lastra R. (2012), *The Evolution of the European Central Bank*, Queen Mary School of Law Legal Studies Research Paper no. 99/2012.
- Levin A., Lin C., Chu C.J. (2002), *Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties*, „Journal of Econometrics”, vol. 108(1), s. 1–24.
- Levy Economics Institute (2013), *The Lender of Last Resort: A Critical Analysis of the Federal Reserve's Unprecedented Intervention after 2007*, Research Project Reports, http://www.levyinstitute.org/pubs/rpr_4_13.pdf (dostęp: 17.08.2014).
- Lovell M. (1957), *The role of the Bank of England as lender of last resort in the crises of the eighteenth century*, „Explorations in Entrepreneurial History”, no. 10, s. 8–21.
- Lupo-Pasini F. (2013), *Economic Stability and Economic Governance in the Euro Area: What the European Crisis can Teach on the Limits of Economic Integration*, „Journal of International Economic Law”, vol. 16(1), s. 211–256.
- Ly M. (2012), *Special drawing rights, the dollar, and the institutional approach to reserve currency status*, „Review of International Political Economy”, vol. 19(2), s. 341–362.
- Machelski T. (2012), *Rola Europejskiego Banku Centralnego w ramach instytucjonalnych uwarunkowań stabilności finansowej Unii Gospodarczej i Walutowej*, „Studia BAS”, vol. 31(3), s. 43–62.
- Maddala G., Wu S. (1999), *A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and a New Simple Test*, „Oxford Bulletin of Economics and Statistics”, vol. 61(s1), s. 631–652.
- Manganelli S., Wolswijk G. (2009), *What drives spreads in the euro area government bond market?*, „Economic Policy”, vol. 24(58), s. 191–240.
- Manna M. (2009), *Emergency Liquidity Assistance at work: both words and deeds matter*, „Studi e Note di Economia”, Anno XIV, no. 2, s. 155–186.
- Marszałek P. (2014), *Systemy pieniężne wolnej bankowości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań.
- Matysek-Jędrzych A. (2012), *Rola banków centralnych w stabilizowaniu systemu finansowego a integracja gospodarczo-walutowa w Europie*, [w:] K. Opolski, J. Górski (red.), *Perspektywy integracji ekonomicznej i walutowej w gospodarce światowej. Dokąd zmierza strefa euro?*, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, s. 85–95.
- Matysek-Jędrzych A. (2014), *Odpowiedzialność i przejrzystość banku centralnego w działaniach na rzecz stabilności finansowej*, „Materiały i Studia”, nr 303, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- McDowell D. (2012), *The US as 'Sovereign International Last-Resort Lender': The Fed's Currency Swap Programme during the Great Panic of 2007–09*, „New Political Economy”, vol. 17(2), s. 157–178.
- Meltzer A. (1985), *Financial Failures and Financial Policies*, Tepper School of Business, Paper 791.
- Micossi S. (2015), *The monetary policy of the European Central Bank (2002–2015)*, CEPS Special Reports no. 109/2015, Centre for European Policy Studies, Brussels.

- Ministerstwo Finansów (2010), *Kryzys grecki – geneza i konsekwencje*, Biuro Pełnomocnika Rządu ds. Wprowadzenia Euro przez Rzeczpospolitą Polską, Warszawa.
- Mishkin F. (2000), *The International Lender of Last Resort: What Are the Issues?*, Columbia University, New York.
- Mishkin F. (2007), *Systemic Risk and the International Lender of Last Resort. At the Tenth Annual International Banking Conference*, Federal Reserve Bank of Chicago, Illinois.
- Mishkin F. (2011), *How Should Central Banks Respond to Asset-Price Bubbles? The 'Lean' versus 'Clean' Debate After the GFC*, „Reserve Bank of Australia Bulletin”, June, s. 59–70.
- Mishkin F., Matthews K., Giuliodori M. (2013), *The economics of money, banking and financial markets*, Pearson, Harlow.
- Mitrega-Niestrój K. (2011), *Siatka bezpieczeństwa finansowego w Eurosystemie – stan obecny i perspektywy*, [w:] J. Zabińska (red.), *Rynki finansowe w Unii Europejskiej w strefie euro*, CeDe-Wu, Warszawa, s. 153–181.
- Mucha-Leszko B., Twarowska K. (2014), *Problem nadwyżek i deficytów na rachunkach obrotów bieżących krajów strefy euro*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania”, vol. 41(3), s. 185–197.
- Mullineux A. (2011), *Business Cycles and Financial Crises*, Venture Publishing, <http://www.seresbiz.com/busedu/Material/finance/business-cycles-and-financial-crises.pdf> (dostęp: 12.11.2014).
- NBP (2008a), *Narodowy Bank Polski i Europejski Bank Centralny Współpraca w celu zasilenia rynku w płynność w euro*, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=aktualnosci/wiadomosci_2008/081121_ecb_nbp.html (dostęp: 23.01.2017).
- NBP (2008b), *Narodowy Bank Szwajcarii i Narodowy Bank Polski podjęły współpracę, której celem jest zasilenie rynku w płynność we frankach szwajcarskich*, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=aktualnosci/wiadomosci_2008/081107_kom.htm (dostęp: 23.01.2017).
- NBP (2013), *Raport o inflacji. Listopad 2013 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2014), *Ekonomiczne wyzwania integracji Polski ze strefą euro*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2016), *Raport o stabilności systemu finansowego, luty 2016*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- National Bank of Belgium (2009), *The guarantee of the State for emergency liquidity assistance*, <https://www.nbb.be/en/faq/guarantee-state-emergency-liquidity-assistance> (dostęp: 12.10.2016).
- Nieto M., Schinasi G. (2007), *EU framework for safeguarding financial stability*, International Monetary Fund, Washington.
- Obstfeld M. (2009), *Lenders of Last Resort in a Globalized World*, IMES Discussion Paper Series 2009-E-18, Bank of Japan, Tokyo.
- Obstfeld M. (2010), *Expanding Gross Asset Positions and the International Monetary System*, Remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on „Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead”, Jackson Hole, Wyoming.
- Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. (2009), *Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008*, NBER Working Paper no. 14826.
- Oganesyan G. (2013), *The Changed Role of the Lender of Last Resort: Crisis Responses of the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England*, Working Paper no. 19/2013, Institute for International Political Economy, Berlin.
- Oliveira L., Curto J., Nunes J. (2012), *The determinants of sovereign credit spread changes in the Euro-zone*, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money”, vol. 22(2), s. 178–304.
- Padoa-Schioppa T. (1999), *EMU and banking supervision. Lecture by Tommaso Padoa-Schioppa Member of the Executive Board of the European Central Bank at the London School*

- of Economics, Financial Markets Group on 24 February 1999, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/1999/html/sp990224.en.html> (dostęp: 12.10.2016).
- Padoa-Schioppa T. (2004), *The euro and its central bank*, MIT Press, Cambridge.
- Palais-Royal Initiative (2011), *Reform of The International Monetary System: A Cooperative Approach for The Twenty First Century*, http://www.global-currencies.org/smi/gb/telechar/news/Rapport_Camdessus-integral.pdf (dostęp: 5.12.2014).
- Papadia F. (2013), *Central bank cooperation during the great recession*, „Bruegel Policy Contribution”, issue 08, s. 1–13.
- Pedroni P. (2001), *Purchasing Power Parity Tests in Cointegrated Panels*, „Review of Economics and Statistics”, vol. 83(4), s. 727–731.
- Pedroni P. (2004), *Panel Cointegration: Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests with an Application to the PPP Hypothesis*, „Econometric Theory”, vol. 20(03), s. 597–625.
- Phillips P., Hansen B. (1990), *Statistical Inference in Instrumental Variables Regression with I(1) Processes*, „The Review of Economic Studies”, vol. 57(1), s. 99–125.
- Phillips P., Perron P. (1988), *Testing for a Unit Root in Time Series Regression*, „Biometrika”, vol. 75(2), s. 335–346.
- Pickford S. (2011), *Global Financial Safety Nets*, Chatham House briefing paper.
- Pietrzak B. (2012), *Bank centralny a stabilność sektora bankowego*, [w:] A. Alińska (red.), *Polityka monetarna i fiskalna a stabilność sektora finansowego*, CeDeWu, Warszawa, s. 99–122.
- Polański Z. (2012a), *O nieco zapomnianej (do niedawna) funkcji systemu finansowego*, [w:] A. Alińska (red.), *Eseje o stabilności finansowej. Księga Jubileuszowa 45 lat pracy naukowej prof. zw. dr hab. Bogusława Pietrzaka*, CeDeWu, Warszawa, s. 271–284.
- Polański Z. (2012b), *Przemiany funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w czasie kryzysu*, [w:] W. Jaworski, A. Szelańska (red.), *Współczesna bankowość centralna*, CeDeWu, Warszawa, s. 85–112.
- Polański Z. (2014), *Polityka pieniężna i rynki finansowe*, [w:] P. Albiński (red.), *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa, s. 113–154.
- Portes R. (2014), *The Eurozone Crisis*, [w:] D. Evanoff, C. Holthausen, G. Kaufman, M. Kremer (red.), *The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has It Changed?*, World Scientific Publishing Co. Pte Ltd, Singapore, s. 423–431.
- Posen A. (2006), *Why Central Banks Should Not Burst Bubbles*, Working Paper 06–1, Peterson Institute for International Economics.
- Posen A. (2011), *Monetary Policy, Bubbles, and the Knowledge Problem*, „Cato Journal”, vol. 31(3), s. 461–471.
- Prati A., Schinasi G. (2000), *Will the European Central Bank Be the Lender of Last Resort in EMU*, [w:] M. Artis, A. Weber, E. Hennessy (red.), *The Euro: a challenge and opportunity for financial markets*, Routledge, London–New York, s. 227–256.
- Pronobis M. (2013), *Czy Europejski Bank Centralny uratuje strefę euro? Analiza natolińska 9(68)/2013*, Centrum Europejskie Natolin, Warszawa.
- Psaroudakis G. (2012), *State Aids, Central Banks and the Financial Crisis*, „European Company and Financial Law Review”, vol. 9(2), s. 194–220.
- Quaglia L. (2008), *Central banking governance in the European Union*, Routledge, London.
- Reichlin L. (2014), *Monetary Policy and Banks in the Euro Area: The Tale of Two Crises*, „Journal of Macroeconomics”, no. 39, s. 387–400.
- Rochet J., Vives X. (2004), *Coordination Failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right After All?*, „Journal of the European Economic Association”, vol. 2(6), s. 1116–1147.
- Saikkonen P. (1991), *Asymptotically Efficient Estimation of Cointegration Regressions*, „Econometric Theory”, vol. 7(01), s. 1–21.

- Saka O., Fuertes A., Kalotychou E. (2015), *ECB policy and Eurozone fragility: Was De Grauwe right?*, „Journal of International Money and Finance”, no. 54, s. 168–185.
- Salter A. (2016), *Robust Political Economy and the Lender of Last Resort*, „Journal of Financial Services Research”, vol. 50(1), s. 1–27.
- Scherf G. (2014), *Financial stability policy in the Euro zone*, Springer Gabler, Wiesbaden.
- Schinasi G., Teixeira P. (2006), *The Lender of Last Resort in the European Single Financial Market*, IMF Working Paper WP/06/127, International Monetary Fund, Washington.
- Schuler K. (1992), *Free banking in Canada*, [w:] K. Dowd (red.), *The experience of free banking*, Routledge, London, s. 79–92.
- Schwartz A. (1987), *The lender of last resort and the federal safety net*, „Journal of Financial Services Research”, vol. 1(1), s. 1–17.
- Schwartz A. (1992), *The Misuse of the Fed's Discount Window*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review”, vol. 74(5), s. 58–69.
- Schwartz A. (1995), *Why Financial Stability Depends on Price Stability*, „Economic Affairs”, vol. 15(4), s. 21–25.
- Schwartz A. (2007a), *Earmarks of a Lender of Last Resort*, [w:] G. Wood, F. Capie (red.), *The Lender of Last Resort*, Routledge, London, s. 468–479.
- Schwartz A. (2007b), *Is There a Need for an International Lender of Last Resort?*, [w:] G. Wood, F. Capie (red.), *The Lender of Last Resort*, Routledge, London, s. 463–467.
- Selgin G. (1988), *The Theory of Free Banking*, Cato Institute, Washington.
- Selgin G. (1989), *Legal Restrictions, Financial Weakening, and the Lender of Last Resort*, „Cato Journal”, vol. 9(2), s. 429–469.
- Selgin G. (2010), *Central Banks as Sources of Financial Instability*, „The Independent Review”, vol. 14(4), s. 485–496.
- Siklos P. (2002), *The Changing Face of Central Banking: Evolutionary Trends since World War II*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Singleton J. (2011), *Central banking in the twentieth century*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Sinn H. (2014a), *Responsibility of States and Central Banks in the Euro Crisis*, Expert report commissioned by the German Constitutional Court, Second Senate Constitutional complaints 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1439/12 and 2 BvR 1824/12 Organstreitverfahren (proceedings related to a dispute between supreme federal bodies) 2 BvE 6/12, CESifo Forum 1/2014 (March).
- Sinn H. (2014b), *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press, New York.
- Sławiński A. (2009), *Ewolucja poglądów na politykę pieniężną*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, Wydawnictwo Difin, Warszawa, s. 39–68.
- Sławiński A. (2016), *The role of the ECB's QE in alleviating the Eurozone debt crisis*, [w:] W. Ronka-Chmielowiec, K. Jajuga (red.), *Research papers of Wrocław University of Economics Nr 428*, Publishing House of Wrocław University of Economics, Wrocław, s. 236–250.
- Smaga P. (2014), *Rola banku centralnego w zapewnianiu stabilności finansowej*, CeDeWu, Warszawa.
- Smith V. (1990), *The rationale of central banking and the free banking alternative*, Liberty Press, Indianapolis.
- Solow R. (2002), *On the Lender of Last Resort*, [w:] C. Goodhart, G. Illing (red.), *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort*, Oxford University Press, Oxford, s. 249–297.
- Stark J. (2007), *Objectives and challenges of monetary policy: a view from the ECB*, Speech by Jürgen Stark, Member of the Executive Board of the ECB, Conference on inflation targeting. Magyar Nemzeti Bank (MNB), Budapest.

- Stawasz E. (2015), *Interest Rate Policy and Unconventional Monetary Policy Measures of the European Central Bank in years 2007–2012*, [w:] J. Bilski, E. Feder-Sempach (red.), *EMU – an Incomplete Project?*, Wydawnictwo Difin, Warszawa, s. 84–101.
- Stawasz-Grabowska E., Grabowski W. (2018), *Rynek obligacji skarbowych w strefie euro w okresie kryzysu*, CeDeWu, Warszawa.
- Steen M. (2012), *Weidmann isolated as ECB plan approved, Bundesbank chief is lone holdout to monetary transaction concept*, „Financial Times”, 6th September.
- Stock J., Watson M. (1993), *A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Integrated Systems*, „Econometrica”, vol. 61(4), s. 783–820.
- Sveriges Riksbank (2003), *Financial Stability Report 2003: 2*, http://archive.riksbank.se/pagefolders/8313/2003_2_eng.pdf (dostęp: 6.11.2016).
- Szczepańska O. (2004), *Funkcja stabilności finansowej w Eurosystemie*, „Bank i Kredyt”, vol. 35(6), s. 4–15.
- Szczepańska O. (2008), *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa.
- Szczepańska O., Dobrzańska A., Zdanowicz B. (2015), *Resolution, czyli nowe podejście do banków zagrożonych upadłością*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M. (2004), *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, „Materiały i Studia”, nr 179, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Szczerbowicz U. (2012), *The ECB unconventional monetary policies: have they lowered market borrowing costs for banks and governments? No 2012–36 December*, CEPIL.
- Talani L. (2015), *Stopping the Run on the PIIGS! EMU Structural Imbalances, the Sovereign Debt Crisis and the Response of the EU*, „Journal of Balkan and Near Eastern Studies”, vol. 17(4), s. 353–372.
- Thompson G. (2012), *The eurozone crisis: action taken by the European Central Bank (ECB)*, SN/EP/6448, House of Commons Library.
- Thornton H. (1802), *An enquiry into the nature and effects of the paper credit of Great Britain*, J. Hatchard, London.
- Trichet J. (2009), *Keynote address by Jean-Claude Trichet, President of the ECB at the University of Munich, Munich, 13 July 2009*, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html> (dostęp: 17.09.2016).
- Truman E. (2010), *The G-20 and International Financial Institution Governance*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper 10–13.
- Tucker P. (2014), *The lender of last resort and modern central banking: principles and reconstruction*, [w:] *Re-thinking the lender of last resort*, BIS Papers no. 79, Bank for International Settlements, Basel.
- Tupits A. (2010), *Legal framework for the Eurosystem national central bank*, Submitted in fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy (PhD) of the University of London, University of London, London.
- U.S. House of Representatives (1991), *An Analysis of Federal Reserve Discount Window Loans to Failed Institutions*, https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?title_id=716&filepath=/docs/historical/house/analysisfedresdis_1991.pdf (dostęp: 17.09.2016).
- Villard Duran C. (2015), *The International Lender of Last Resort for Emerging Countries: A Bilateral Currency Swap?*, GEG Working Paper 2015/108.
- Vives X. (2001), *Restructuring Financial Regulation in the European Monetary Union*, „Journal of Financial Services Research”, vol. 19(1), s. 57–82.
- Vollmer U. (2009), *Do we need a European lender of last resort?*, „Intereconomics”, vol. 44(1), s. 59–68.
- Weiss M. (2014), *International Monetary Fund: Background and Issues for Congress*, Library of Congress. Congressional Research Service, Washington.

- White W. (2009), *Should Monetary Policy "Lean or Clean"?*, Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper no. 34.
- Wilsher D. (2013), *Law and the Financial Crisis: Searching for Europe's New Gold Standard*, „European Law Journal”, vol. 20(2), s. 241–283.
- Winkler A. (2014a), *The ECB as Lender of Last Resort: Banks versus Governments*, LSE Financial Markets Group Special Paper Series, Special Paper 228.
- Winkler A. (2014b), *The Lender of Last Resort in Court*, Frankfurt School – Working Paper Series no. 207.
- Wojtyna A. (2004), *Szkice o polityce pieniężnej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Wojtyna A. (2010), *Gospodarki wschodzące w obliczu kryzysu finansowego: duża odporność czy podatność?*, „Gospodarka Narodowa”, nr 9, s. 25–45.
- Wolff G. (2014), *Eurosystem collateral framework and policy: Was it unduly changed?*, „Bruegel Policy Contribution”, issue 14, s. 1–10.
- Wójtowicz G. (2006), *Bank centralny w gospodarce rynkowej*, „Bank i Kredyt”, vol. 37(1), s. 1–22.
- Zaleska M. (2015), *Europejska unia bankowa*, Wydawnictwo Difin, Warszawa.
- Zygierewicz M. (2008), *Pożyczkodawca ostatniej szansy*, „Bezpieczny Bank”, vol. 37(2), s. 46–79.
- Żywiecka H. (2013), *Niestandardowe działania banków centralnych w warunkach globalnego kryzysu finansowego*, CeDeWu, Warszawa.

Akty prawne

- EBC/2008/11 – Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego (WE) nr 1053/2008 z dnia 23 października 2008 r. w sprawie tymczasowych zmian zasad dotyczących zabezpieczenia kwalifikowanego.
- EBC/2008/13 – Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 23 października 2008 r. zmieniające wytyczne EBC/2000/7 w sprawie instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu.
- EBC/2008/18 – Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 21 listopada 2008 r. w sprawie tymczasowych zmian zasad dotyczących zabezpieczenia kwalifikowanego.
- EBC/2009/1 – Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 20 stycznia 2009 r. zmieniające wytyczne EBC/2000/7 w sprawie instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu.
- EBC/2009/16 – Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 2 lipca 2009 r. w sprawie realizacji programu zakupu zabezpieczonych obligacji.
- EBC/2010/3 – Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 6 maja 2010 r. w sprawie tymczasowych zasad dotyczących kryteriów kwalifikowania rynkowych instrumentów dłużnych emitowanych lub gwarantowanych przez rząd Grecji.
- EBC/2010/13 – Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 16 września 2010 r. zmieniające wytyczne EBC/2000/7 w sprawie instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu.
- EBC/2011/4 – Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 31 marca 2011 r. w sprawie tymczasowych zasad dotyczących kryteriów kwalifikowania rynkowych instrumentów dłużnych emitowanych lub gwarantowanych przez rząd Irlandii.
- EBC/2011/10 – Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 7 lipca 2011 r. w sprawie tymczasowych zasad dotyczących kryteriów kwalifikowania rynkowych instrumentów dłużnych emitowanych lub gwarantowanych przez rząd Portugalii.
- EBC/2011/17 – Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 3 listopada 2011 r. w sprawie realizacji drugiego programu zakupu zabezpieczonych obligacji.
- EBC/2011/25 – Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 14 grudnia 2011 r. w sprawie dodatkowych tymczasowych środków dotyczących operacji refinansujących Eurosystemu i kwalifikowania zabezpieczeń.

- EBC/2012/11 – Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 28 czerwca 2012 r. zmieniająca decyzję EBC/2011/25 w sprawie dodatkowych tymczasowych środków dotyczących operacji refinansujących Eurosystemu i kwalifikowania zabezpieczeń.
- ECB/2013/13 – Decision of the European Central Bank of 2 May 2013 on temporary measures relating to the eligibility of marketable debt instruments issued or fully guaranteed by the Republic of Cyprus.
- EBC/2014/31 – Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 9 lipca 2014 r. w sprawie dodatkowych tymczasowych środków dotyczących operacji refinansujących Eurosystemu i kwalifikowania zabezpieczeń oraz zmieniające wytyczne EBC/2007/9 (wersja przekształcona). Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana Dz.Urz. UE C 326 z 26.10.2012).

Zestawienie statutów/ustaw regulujących działalność KBC

- Banca d'Italia – Statute of the Bank of Italy.
- Banca Națională a României – Law no. 312/28.06.2004 on the Statute of the National Bank of Romania.
- Banco de España – Law of Autonomy of the Banco de España Law 13/1994, of 1 June (Official State Gazette of 2 June).
- Banco de Portugal – Organic Law of the Banco de Portugal. Bank of England – Financial Services Act 2012; The Bank of England Act 1998, the Charters of the Bank and related documents.
- Bank of Greece – Bank of Greece Statute.
- Banka Slovenije – Banka Slovenije Act (Official consolidated version).
- Banque centrale du Luxembourg – Organic Law of the Banque Centrale du Luxembourg (Consolidated version) Article 27–2.
- Banque de France – Statute of the Banque de France (as at 1 June 2015).
- Banque Nationale de Belgique – Law of 22 February 1998 Establishing Organic Statute of the National Bank of Belgium (Unofficial coordinated translation: April 2016).
- Българска народна банка – Law on the Bulgarian National Bank.
- Central Bank of Cyprus – Unofficial translation and consolidation of the Central Bank of Cyprus Laws of 2002–2007.
- Central Bank of Ireland – Central Bank Act 1942 Revised Updated to 3 July 2016.
- Central Bank of Malta – The Central Bank of Malta Act (Cap. 204).
- Česká národní banka – Act no. 6/1993 Coll., on the Czech National Bank.
- Danmarks Nationalbank – The National Bank of Denmark Act (Unofficial translation).
- De Nederlandsche Bank – Bank Act 1998 – unofficial translation December 2015.
- Deutsche Bundesbank – Bundesbank Act (Gesetz über die Deutsche Bundesbank).
- Eesti Pank – Bank of Estonia (Eesti Pank) Act Memorandum of Understanding on the Management of Financial Crises between the Eesti Pank, the Ministry of Finance and the Estonian Financial Supervision Authority.
- Hrvatska Narodna Banka – Act on the Croatian National Bank (Official Gazette 75/2008 and 54/2013 – unofficial consolidated version).
- Latvijas Banka – Law on Latvijas Banka (unofficial translation).
- Lietuvos bankas – Republic of Lithuania Law on the Bank of Lithuania (as last amended on 30 June 2016 – No XII-2562).
- Národná banka Slovenska – Act on Národná banka Slovenska.
- Narodowy Bank Polski – Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim. Nationale Bank van België – Statutes of the National Bank of Belgium (Unofficial translation)
- Magyar Nemzeti Bank – Act CXXXIX of 2013 on the Magyar Nemzeti Bank.

Oesterreichische Nationalbank – Federal Act on the Oesterreichische Nationalbank (as at December 29, 2015).

Suomen Pankki – Finlands Bank – no. 214/1998 Act on the Bank of Finland.

Sveriges Riksbank – The Sveriges Riksbank Act.

Źródła internetowe

Bank Anglii, <http://www.bankofengland.co.uk/Pages/home.aspx> (dostęp: 1.02.2015).

Bank Chile, <http://www.bcentral.cl/eng/index.asp> (dostęp: 1.02.2015).

Bank Danii, <https://www.nationalbanken.dk/> (dostęp: 1.02.2015).

Bank Islandii, <http://www.cb.is/the-bank/> (dostęp: 1.02.2015).

Bank Izraela, <http://www.bankisrael.gov.il/en/Pages/Default.aspx> (dostęp: 1.02.2015).

Bank Japonii, <https://www.boj.or.jp/en/> (dostęp: 1.02.2015).

Bank Kanady, <http://www.bankofcanada.ca/> (dostęp: 1.02.2015).

Bank Korei, <http://www.bok.or.kr/eng/engMain.action> (dostęp: 1.02.2015).

Bank Meksyku, <http://www.banxico.org.mx/indexEn.html> (dostęp: 1.02.2015).

Bank Norwegii, <http://www.norges-bank.no/en/> (dostęp: 1.02.2015).

Bank Nowej Zelandii, <http://www.rbnz.govt.nz/> (dostęp: 1.02.2015).

Bank Rezerwy Australii, <http://www.rba.gov.au/> (dostęp: 1.02.2015).

Bank Szwecji, <http://www.riksbank.se/en/> (dostęp: 1.02.2015).

Bank Turcji, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/eng/> (dostęp: 1.02.2015).

<http://lexicon.ft.com/Term?term=lender-of-last-resort> (dostęp: 24.08.2016).

<http://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/07/14/12/21/IMF-Quotas> (dostęp: 4.09.2016).

<http://www.investopedia.com/terms/l/lenderoflastresort.asp> (dostęp: 24.08.2016).

<https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=1518> (dostęp: 4.08.2016).

<https://www.bis.org/cbanks.htm> (dostęp: 26.08.2016).

<https://www.frbdiscountwindow.org> (dostęp: 1.09.2016).

Narodowy Bank Polski, <http://www.nbp.pl/> (dostęp: 1.02.2015).

Narodowy Bank Szwajcarii, <http://www.snb.ch/en/> (dostęp: 1.02.2015).

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych, <http://www.federalreserve.gov/> (dostęp: 1.02.2015).

Załączniki

Załącznik 1. Stabilność cenowa versus stabilność finansowa w hierarchii celów banków centralnych – spojrzenie uwzględniające doświadczenia ostatniego kryzysu

W dobie globalnego kryzysu finansowego główne banki centralne podjęły szereg działań, w tym niestandardowych, na rzecz stabilności finansowej. W tym kontekście zaczęto wskazywać na powrót bankowości centralnej „do korzeni”, przypominając, że motywem stojącym za utworzeniem części banków centralnych była stabilizacja systemu bankowego (Smaga, 2014, s. 11; por. także tabela 1).

W licznych publikacjach z okresu kryzysu podjęta została kwestia odpowiedzialności banków centralnych za stabilność finansową. W przeciwieństwie do stabilności cenowej, stabilność finansowa jest trudna do zdefiniowania. Jest ona pojęciem wieloaspektowym i nie da się jej uchwycić za pomocą jednego miernika (jak np. indeksu *CPI* w przypadku stabilności cenowej). EBC w *Raportach o stabilności systemu finansowego* określa ją jako stan, w którym system finansowy – pośrednicy, rynki oraz infrastruktura rynkowa – są w stanie sprostać szokom bez znacznych zakłóceń w pośrednictwie finansowym i efektywnej alokacji oszczędności na rzecz dochodowych inwestycji (ECB, 2014d, s. 5). Usystematyzowany przegląd licznych definicji stabilności finansowej można znaleźć na przykład w publikacjach H. Żywieckiej (2013, s. 21–24), A. Matyszek-Jędrych (2014, s. 13–18), P. Smagi (2014, s. 17–34).

Zgodnie z obowiązującym przed kryzysem konsensusem teoretycznym najlepszym sposobem, w jaki bank centralny mógł przyczynić się do zapewnienia stabilności finansowej, było utrzymanie stabilnego poziomu cen (De Grauwe, 2012, s. 187). Niektórzy ekonomiści uważali wręcz, że stabilność cenowa jest warunkiem wystarczającym do zapewnienia stabilności finansowej. Jak przekonuje A. Schwartz (1995, s. 21–25), banki centralne – poza stabilnością cen – nie są zdolne do osiągnięcia innych celów. Stabilność cenowa generuje korzyść w postaci stabilności finansowej, którą cytowana autorka odnosi do kondycji finansowej sektora prywatnego (przedsiębiorstwa niefinansowe, gospodarstwa domowe, banki komercyjne). Do podobnego wniosku dochodzą M. Bordo, M. Dueker i D. Wheelock (2000, s. 27). W ich ocenie polityka pieniężna ukierunkowana na zapewnienie stabilności

cen sprzyja wytworzeniu stabilności finansowej jako „produktu ubocznego”. Odnosząc się do badań empirycznych, potwierdzających występowanie takiej zależności, można przywołać historyczną analizę kryzysów finansowych w Stanach Zjednoczonych (uzupełnioną o doświadczenia Kanady i Wielkiej Brytanii) M. Bordo i D. Wheelocka (1998, s. 60). Autorzy dowodzą, że epizody największej niestabilności finansowej miały miejsce w warunkach dezinflacji¹.

Jak zasygnalizowano we wprowadzeniu, przekonanie to znalazło praktyczny wyraz w strategii BCI, która począwszy od lat dziewięćdziesiątych XX wieku, była sukcesywnie przyjmowana przez kolejne kraje rozwinięte, a następnie gospodarki wschodzące. Podstawowym założeniem tej strategii jest uznanie stabilności cen za nadrzędny cel polityki pieniężnej². Często banki centralne stosujące tę strategię mają dodatkowo wspierać politykę gospodarczą rządu, przy czym charakterystyczne jest zaznaczenie, że nie może to ograniczać realizacji celu stabilności cen (tzw. mandat hierarchiczny). Równocześnie wskazywano, że zdecydowana część odpowiedzialności za stabilność finansową powinna spoczywać na instytucjach nadzorczych i regulacyjnych, czyli poza bankiem centralnym. W szczególności argumentowano, że banki centralne posiadające podwójny mandat do zapewnienia stabilności cenowej i stabilności finansowej mogą osiągać gorsze wyniki w kontrolowaniu inflacji. Badanie T. Bayoumiego i in. (2014, s. 24) pokazuje, że w latach 2000–2006 średnia dynamika cen w krajach, których banki centralne nie posiadały kompetencji w zakresie nadzoru nad systemem bankowym, wyniosła 5,22% i była niższa o 1,59 pkt proc. od odpowiedniej średniej dla krajów, których banki centralne sprawowały taki nadzór³. W zakresie ekonomii politycznej dodawano, że niezależny bank centralny, któremu powierza się kompetencje do prowadzenia zarówno polityki pieniężnej, jak i nadzoru nad systemem bankowym, może stać się instytucją „zbyt silną” (Goodhart, 1996, za: Healey, 2001, s. 70).

Z drugiej strony należy zauważyć, że nie wszyscy ekonomiści stali na stanowisku, że banki centralne najlepiej przyczyniają się do stabilności finansowej, zapewniając stabilność cenową. Wskazywano, że nierównowagi finansowe mogą narastać

1 Więcej wniosków z badań wskazujących, że brak stabilności cenowej oddziałuje w kierunku niestabilności finansowej, można znaleźć w opracowaniu C. Boria i P. Lowe’a (2002, s. 18).

2 Do pozostałych elementów strategii BCI należą: publiczne ogłoszenie numerycznego celu dla inflacji, uwzględnianie wielu wskaźników ekonomicznych, a także prognoz inflacji w procesie podejmowania decyzji, przejrzystość, kontrola demokratyczna (ang. *accountability*), umożliwiająca rozliczenie banku centralnego z realizacji założonych celów (Hammond, 2012, s. 5).

3 Do podobnego wniosku doszli M. Copelovitch i D. Singer (2008, s. 677). Ich badanie, którym objęte były dwadzieścia trzy kraje uprzemysłowione, pokazuje, że w latach 1975–1999 inflacja była średnio zdecydowanie niższa w krajach, w których bank centralny i regulator byli rozdzieleni.

również w warunkach niskiej i stabilnej inflacji. Jako przykład mogą posłużyć doświadczenia Japonii z końca lat osiemdziesiątych XX wieku (prawie trzykrotny wzrost cen akcji i jeszcze większy wzrost cen nieruchomości w Tokio od końca 1985 r. do połowy 1989 r. miał miejsce przy inflacji bliskiej zera w latach 1986–1988 – Borio, Lowe, 2002, s. 19). Co więcej, zwracano uwagę, że niska i stabilna inflacja może nawet sprzyjać narastaniu nierównowag. Jak argumentuje A. Wojtyna (2004, s. 100–101), duże grono uczestników rynku może utożsamiać niskie nominalne stopy procentowe z redukcją stóp realnych. Ta iluzja pieniężna zwiększa skłonność do zaciągania kredytów na cele spekulacyjne. W tym kontekście część ekonomistów (kojarzonych głównie z BIS) wskazywała, że banki centralne powinny bardziej angażować się w działalność na rzecz stabilności finansowej. Zgodnie z ich rekomendacją, dostrzegając narastanie nierównowag finansowych, władze monetarne powinny zacieśnić politykę pieniężną, nawet jeżeli nie jest to uzasadnione z perspektywy osiągnięcia celu inflacyjnego (por. np. Borio, Lowe, 2002, s. 26; Borio, White, 2004, s. 27–28). Takie podejście znane jest w literaturze jako *leaning against the wind*.

Niestabilność finansową utożsamia się często z niestabilnością cen aktywów (Bruni, 2001, s. 29). Poniżej przedstawione zostaną argumenty, które wysuwano w przedkryzysowej debacie na temat przekłuwania przez bank centralny baniek na rynku aktywów (tzw. *lean versus clean debate*). Szczególnie długa wydaje się lista argumentów przeciwników tego typu interwencji władz monetarnych. Po pierwsze, baniki są trudne do zidentyfikowania; często potwierdzenie ich wystąpienia następuje dopiero wtedy, kiedy pękają (Greenspan, 2002). Brak narzędzi pozwalających określić cenę równowagi na rynku aktywów powoduje, że trudno jest wskazać początek formowania się baniki i najodpowiedniejszy moment jej przekłucia (Wojtyna, 2004, s. 102–103). Po drugie, podniesienie stóp procentowych w celu dokonania interwencji na rynku aktywów może być nieskuteczne. Jak zauważa A. Posen (2006, s. 5), jeżeli inwestorzy oczekują wysokich stóp zwrotu [np. na poziomie kilku tysięcy punktów bazowych – uzupełnienie własne], to trudno zakładać, by zacieśnienie polityki pieniężnej zmieniło ich oczekiwania. Co więcej, jeżeli jednak bank centralny zdecydowałby się na znacząco podwyżkę stóp procentowych, to prawdopodobieństwo, że wpłynie ona negatywnie na dynamikę PKB oraz uruchomi zjawiska deflacyjne jest znaczne (Sławiński, 2009, s. 59–61). Po trzecie, polityka pieniężna jest uznawana za „tępe” narzędzie, ponieważ nie jest w stanie selektywnie oddziaływać na ceny aktywów (Mishkin, 2011, s. 60). Po czwarte, w kontekście ekonomii politycznej decyzja o podniesieniu stóp procentowych może spotkać się z niezrozumieniem społeczeństwa, u którego inflacja cen aktywów – w przeciwieństwie do inflacji konsumenckiej – cieszy się popularnością (Wojtyna, 2004, s. 103). Po piąte, interwencja na rynku aktywów może sprawić problemy w obszarze

komunikacji banku centralnego z otoczeniem. W szczególności trudno jest uzasadnić podwyższenie stóp procentowych, jeżeli nie jest ono wymagane z perspektywy stabilności cen. Jak wskazują F. Giavazzi i F. Mishkin (2006, s. 71–72), którzy badali politykę komunikacyjną Banku Szwecji w latach 1995–2005, opinia publiczna może błędnie odczytać taką podwyżkę jako wprowadzenie dodatkowego celu dla polityki pieniężnej. Co więcej, jeżeli w wyniku interwencji banku centralnego inflacja znajdzie się poniżej celu, może on ponieść starty w obszarze wiarygodności. Dodatkowo, jak przekonywał A. Posen (2006, s. 6–8), pęknięcie bańki nie stanowi poważnego zagrożenia dla gospodarki, o ile system finansowy jest stabilny. W jego opinii „zezwolenie” na pęknięcie bańki zniechęci inwestorów do przyszłych zachowań spekulacyjnych. Przeciwnicy przekłuwania baniek na rynku aktywów sugerowali, by po ich pęknięciu bank centralny obniżył gwałtownie stopy procentowe. Podejście to – znane jako *cleaning up afterwards* – było stosowane przez SRF za czasów prezesury A. Greenspana (stąd też w literaturze funkcjonują określenia *Greenspan's doctrine* oraz *Greenspan put*). SRF dokonał znacznego poluzowania polityki pieniężnej między innymi w 1987 roku (krach na giełdzie nowojorskiej), 1998 roku (kryzys funduszu Long-Term Capital Management), latach 2001–2004 (koniec bańki na NASDAQ – White, 2009, s. 5). Zgodnie z fundamentalnym dla tego podejścia badaniem B. Bernankego i M. Gertlera (2001, s. 253 i dalsze) polityka pieniężna powinna uwzględniać zmiany cen aktywów jedynie wtedy, kiedy wpływają one na prognozę inflacji banku centralnego.

Z kolei zwolennicy podejścia *leaning against the wind* krytykowali podejście *cleaning up afterwards*, opowiadając się za bardziej symetryczną reakcją władz monetarnych. Jak przekonują C. Borio i W. White (2004, s. 29), nie chodzi o przekłuwanie baniek, ale przeciwdziałanie narastaniu nierównowag finansowych. Autorzy ci wyraźnie podkreślają, że podwyższenie stóp procentowych, które proponują, nie doprowadzi do „zniknięcia” bańki, przy jednoczesnym braku jakichkolwiek negatywnych skutków dla gospodarki realnej. Celem podwyżki jest natomiast spowodowanie pewnego spowolnienia gospodarczego w krótkim okresie, aby uniknąć późniejszego większego załamania. Równocześnie autorzy postulują wprowadzenie pewnych modyfikacji w strategii BCI. W ich ocenie, w kontekście komunikacji banku centralnego z otoczeniem, podejście *leaning against the wind* mogłoby być lepiej oceniane przy nieostrej definicji celu inflacyjnego [przewaga celów przedziałowych nad celami punktowymi – uzupełnienie własne] i dłuższym horyzoncie jego realizacji. Podobne stanowisko zajmują S. Cecchetti, H. Genberg i S. Wadhvani (2002, s. 3 i dalsze). Nie są oni zwolennikami włączania cen aktywów do funkcji reakcji banków centralnych czy też indeksów cen, w odniesieniu do których definiowane są cele inflacyjne. Są jednak zdania, że bank centralny, który dąży do ograniczenia zmienności inflacji i PKB, będzie bardziej skuteczny, jeżeli przy

podjmowaniu decyzji dotyczących stóp procentowych uwzględni dynamikę cen aktywów. Jak bowiem argumentują, banki na rynku aktywów wpływają negatywnie na inwestycje i konsumpcję, powodując nadmierne wzrosty, a następnie spadki zarówno inflacji, jak i realnego PKB. Jak zwraca uwagę A. Sławiński (2009), przed kryzysem część banków centralnych, inaczej niż SRF, stosowała podejście *leaning against the wind*. Autor wyszczególnia banki centralne Australii, Nowej Zelandii, Szwecji oraz Wielkiej Brytanii.

W kontekście prowadzonych rozważań, można wskazać na dwa wnioski z globalnego kryzysu finansowego. Po pierwsze, wyraźnie potwierdziło się, że stabilność cenowa nie gwarantuje stabilności finansowej. Wbrew temu zatem, co twierdzili niektórzy ekonomiści, stabilność finansowa nie jest „efektem ubocznym” stabilności cenowej. Jak słusznie zauważa C. Borio (2011, s. 2–3), „wąski” model bankowości centralnej, który zdawał się znajdować potwierdzenie słuszności w okresie Wielkiego Uspokojenia (ang. *Great Moderation*), okazał się zawodny. Po drugie, zaczęto wskazywać, że przeciwdziałanie nierównowagom finansowym powinno stać się celem banku centralnego, obok utrzymania stabilności cen, co jednak – jak uświadamia P. Jansson (2014, s. 4) – komplikuje prowadzenie polityki pieniężnej.

W literaturze z okresu kryzysu podejście *cleaning up afterwards* spotkało się z krytyką, podczas gdy podejście *leaning against the wind* zyskało szerszą akceptację. Okazało się, że koszty *cleaning up afterwards* mogą być bardzo wysokie, jeżeli po pęknięciu banki dochodzi do kryzysu finansowego (Mishkin, 2011, s. 61; por. też Jansson, 2014, s. 2). Negatywnie oceniono politykę pieniężną sprzed kryzysu, w tym w szczególności realizowaną przez SRF. W. White (2009, s. 3) wskazuje, że utrzymujące się na zaniżonym poziomie globalne stopy procentowe, w tym krótko- i długoterminowe, przyczyniły się do masowego wzrostu agregatów pieniężnych i kredytowych. Odnosząc się do SRF, A. Sławiński (2009) uważa, że jego przedkryzysowa polityka stopy procentowej była procykliczna i mało skuteczna. Zdaniem autora rację miały te banki centralne, które nie przekłuyały baniek, ale – inaczej niż SRF – stosowały podejście *leaning against the wind*.

Równocześnie część teoretycznych i empirycznych badań, które przeprowadzono po wybuchu kryzysu pokazuje, że polityka pieniężna ma do odegrania większą, niż sądzono, rolę w przeciwdziałaniu narastaniu baniek na rynkach aktywów (ECB, 2010d, s. 73–74). W świetle tych badań wymienia się kolejne kanały mechanizmu transmisji monetarnej. Jeden z nich – *risk taking channel* – wskazuje, że postawa banków komercyjnych wobec ryzyka jest silnie skorelowana z nastawieniem w polityce pieniężnej. Z kolei *signalling transmission channel* dowodzi, że działania polityki pieniężnej niosą ze sobą bardziej wiarygodny przekaz dotyczący obecnej sytuacji gospodarczej przez bank centralny niż takie narzędzia komunikacji jak przemówienia czy komunikaty. Ponadto na nowo dokonana analiza kosztów

związanych z pękaniem baniek uwypukla pomijane wcześniej aspekty, w tym: obciążenia fiskalne dla przyszłych pokoleń, utratę zaufania do gospodarki rynkowej, sprzyjanie pokusie nadużycia w przyszłości przez różnego typu interwencje publiczne i pakiety ratunkowe. Inna grupa badań pokazuje, że identyfikacja narastania nierównowag finansowych z pewnym wyprzedzeniem jest możliwa. Świadczą o nich łączne odchylenie kredytu i cen aktywów, w tym przede wszystkim cen nieruchomości, od trendów historycznych. Dowodzi się, że nawet sam kredyt wykazuje właściwości wyprzedzające (Borio, 2014, s. 9–10)⁴. Zwolennicy podejścia *leaning against the wind* opowiadają się za częstszym wykorzystywaniem analizy monetarnej i zaostrzaniem polityki pieniężnej w warunkach szybkiego wzrostu kredytu. Z kolei B. Eichengreen i in. (2011, s. 7) podnoszą kwestię wywierania większej presji politycznej na bank centralny, jeżeli obok utrzymania stabilności cen będzie on w większym stopniu odpowiadał za stabilność systemu finansowego. Dostrzegając zagrożenie, autorzy wskazują jednak, że niezależność banków centralnych jest środkiem do osiągnięcia celu, nie zaś celem samym w sobie.

Jednocześnie część ekonomistów dostrzega wady podejścia *leaning against the wind* albo nie wierzy, że może być ono skuteczne. Przykładowo, K. Kuttner (2011, s. 29–30), choć opowiada się za pewną interwencją banku centralnego w celu ograniczenia dynamiki cen aktywów, to wskazuje, że trudno będzie ocenić jej efektywność, jako że podejście *leaning against the wind* nie jest w stanie całkowicie zapobiec kryzysom finansowym. Z kolei A. Posen (2011, s. 463–464), powołując się na wnioski z badania przeprowadzonego wspólnie z T. Hellebrandtem i N. Meadsem, podaje, że od 1970 roku w grupie siedemnastu krajów rozwiniętych tylko nieco ponad 35% zidentyfikowanych baniek na rynku nieruchomości i około 25% baniek na rynku akcji kończyło się pęknięciem. Dlatego też, zdaniem autora, bank centralny nie może podejmować wyprzedzających interwencji jedynie na podstawie rosnących cen aktywów⁵.

4 Szerszą listę indyktorów przedstawia W. White (2009, s. 18–19).

5 Podobny argument przedstawia F. Mishkin (2011), wskazując, że przed dokonaniem „prewencyjnej” podwyżki stóp procentowych bank centralny powinien sprawdzić, czy ma do czynienia z bańką finansowaną kredytem, czy też jedynie nadmiernym optymizmem. Autor opowiada się za interwencją tylko w pierwszym przypadku.

Załącznik 2. ELA w krajowych aktach prawnych państw członkowskich strefy euro^{a)}

Kraj	Podstawa prawna
Austria	Federal Act on the Oesterreichische Nationalbank (as at December 29, 2015) Article 4 (1) Furthermore, the Oesterreichische Nationalbank shall be empowered to effect transactions other than those covered by the remit of the ESCB unless the ECB Governing Council finds, by a majority of two thirds of the votes cast, that these interfere with the objectives and tasks of the ESCB. Such transactions shall be performed on the responsibility and liability of the Oesterreichische Nationalbank and shall not be regarded as being part of the functions of the ESCB. [...]
Belgia	Statutes of the National Bank of Belgium (Unofficial translation) Article 23 The Bank shall contribute to the stability of the financial system. [...] For all decisions and transactions made in the context of its contribution to the stability of the financial system, the Bank shall enjoy the same degree of independence as that determined by Article 130 of the Treaty on the Functioning of the European Union. Law of 22 February 1998 Establishing Organic Statute of the National Bank of Belgium (Unofficial coordinated translation: April 2016) Article 51. In order to achieve the objectives of the ESCB and to carry out its tasks, the Bank may: – operate in the financial markets, by buying and selling outright (spot and forward), or under repurchase agreement or by lending or borrowing claims and marketable instruments expressed in Community or in non-Community currencies, as well as precious metals; – conduct credit operations with credit institutions and other money market or capital market participants, with lending being based on adequate collateral. 2. The Bank shall comply with the general principles defined by the ECB for open market and credit operations, including those relating to announcement of the conditions under which such transactions are carried out. Article 9 [...] The State shall also guarantee the Bank the repayment of any credit granted in the context of its contribution to the stability of the financial system and guarantee the Bank against any loss incurred as a result of any transaction necessary in this regard.
Cypr	Unofficial translation and consolidation of the Central Bank of Cyprus Laws of 2002–2007 Article 6 (1) The Bank shall perform all tasks required for the achievement of its objectives including any tasks performed by central banks. (2) Without prejudice to the generality of subsection (1) and to the obligations resulting from the participation of the Bank to the European System of Central Banks, the main tasks of the Bank shall be the following: [...]

Załącznik 2 (cd.)

Kraj	Podstawa prawna
Cypr (cd.)	(e) ensuring the stability of the financial system; [...] Article 46 [...] (3) Without prejudice to its obligations resulting from its participation to the European System of Central Banks and, in particular, Article 21 of the Statute, the Bank may grant advances against collateral security, or make loans against collateral security to banks for fixed periods and for purposes which the Bank may designate.
Estonia	Bank of Estonia (Eesti Pank) Act § 14 Given the competence of the European Central Bank and of the European System of Central Banks, the Bank of Estonia, in order to perform its duties, is authorised to: 1) borrow money and grant loans against adequate collateral; [...] Memorandum of Understanding on the Management of Financial Crises between the Eesti Pank, the Ministry of Finance and the Estonian Financial Supervision Authority 2.4.1 In the process of crisis management, the main task of Eesti Pank is to grant emergency liquidity assistance to problematic credit institutions. 2.4.2 Eesti Pank may grant emergency liquidity assistance against sufficient collateral to a credit institution that is deemed solvent according to the estimation of Eesti Pank. Eesti Pank may also grant supplementary liquidity support in the form of emergency liquidity assistance to ensure a smooth process of restoring solvency.
Finlandia	No. 214/1998 Act on the Bank of Finland Section 3 [...] The Bank of Finland shall also: [...] 3) participate in maintaining the reliability and efficiency of the payment system and overall financial system and participate their development; [...] Section 5 In order to carry out its tasks, the Bank of Finland is empowered to: 1) grant and obtain credit; [...] Section 7 The Bank of Finland shall hold adequate collateral in connection with the granting of credit. [...]
Francja	Statute of the Banque de France (As at 1 June 2015) Article L.141-9 The Banque de France may carry out, for its own account and for third parties, any transaction relating to gold, means of payment or securities denominated in foreign currencies or defined by reference to a weight in gold. The Banque de France may lend or borrow sums in euro or in foreign currency to and from foreign banks and foreign or international monetary institutions or bodies. When such transactions are executed, the Banque de France shall request or provide the guarantees that it considers appropriate.

Kraj	Podstawa prawna
Grecja	Bank of Greece Statute Article 55 The business of the Bank shall be restricted to the following operations. The Bank, acting in accordance with the provisions applicable each time in the ESCB legal framework, may: [...] 10. Conduct lending or borrowing operations with credit institutions or other money and capital market participants. Lending should be based on adequate collateral, including book-entry securities or purchase of securities with a resale agreement or with other specific agreements. The form and the general terms and conditions of collateral shall be specified by the Monetary Policy Council in accordance with the provisions applicable each time in the ESCB legal framework. [...] Article 55A [...] The objectives of prudential supervision shall be to enhance the stability and effectiveness of the credit system and of the financial sector in general. [...] Article 56 The Bank is not entitled to: [...] (8) grant overdrafts or unsecured advances. [...]
Hiszpania	Law of Autonomy of the Banco de España Law 13/1994, of 1 June (Official State Gazette of 2 June) Article 7. General principles (7) [...] 5. Observing the provisions of point 2 of this article, the Bank shall, moreover, perform the following functions: [...] b. Promote the smooth operation and the stability of the financial system and, without prejudice to the terms of 3.d) above, of national payment systems. [...] 7. The Bank may engage in the necessary operations to correctly perform its functions, and those needed for administrative purposes and its staff. [...]
Holandia	Bank Act 1998 – unofficial translation December 2015 Section 8 1. The Bank is authorised to effect transactions in the financial markets, including receiving current-account deposits from account holders, accepting securities and other valuable items for safe custody, and effecting credit transactions insofar as these are covered by adequate collateral. [...]
Irlandia	Central Bank Act 1942 Revised Updated to 3 July 2016 5B. Without limiting section 5A, the powers of the Bank include power to do all or any of the following: [...] (d) provide loans and other kinds of financial accommodation to credit institutions and other persons on the security of such assets and on such terms and conditions as the Board considers appropriate; [...]

Załącznik 2 (cd.)

Kraj	Podstawa prawna
Irlandia (cd.)	6A. [...] (2) The Bank also has the following objectives: (a) the stability of the financial system overall; [...]
Litwa	Republic of Lithuania Law on the Bank of Lithuania (As last amended on 30 June 2016 – No XII-2562) Article 8 [...] (2) In addition, the Bank of Lithuania shall: [...] 5) may grant loans, secured by adequate collateral for the Bank of Lithuania, to credit institutions registered in the Republic of Lithuania in accordance with the procedure, conditions and terms established by the Bank of Lithuania, without prejudice to the requirements derived from its participation in the European System of Central Banks and notably those resulting from operations on behalf of public entities; [...]
Łotwa	Law on Latvijas Banka [unofficial translation] Article 36 In order to achieve the objectives and carry out the tasks, Latvijas Banka shall be entitled to conduct credit operations, based on adequate collateral, with credit institutions and other financial market participants. Latvijas Banka shall not be entitled to grant any type of credit facilities and purchase debt instruments in accordance with Article 123 of the Treaty and Article 21 of the Statute.
Luksemburg	Organic Law of the Banque Centrale du Luxembourg (Consolidated version) Article 27–2 The Central Bank may, in exceptional circumstances, grant short-term loans to its counterparts while respecting its independence and the provisions prohibiting monetary financing. It shall grant loans on the basis of adequate collateral which may consist of a State guarantee under the conditions previously agreed between the State and the Central Bank. The Central Bank's privilege in Article 27–1(1) shall apply to these loans.
Malta	The Central Bank of Malta Act (Cap. 204) Article 17 (1) In accordance with the Treaties and the Statute, in order to achieve its objectives and to carry out its functions, the operations of the Bank shall include the following: [...] (g) when it deems such action necessary to safeguard financial stability or in other exceptional circumstances, granting a loan or advance to any credit institution incorporated in Malta against such forms of security as the Board may consider appropriate. [...]
Niemcy	Bundesbank Act (Gesetz über die Deutsche Bundesbank) 19 Transactions with credit institutions and other market participants Without prejudice to Chapter IV of the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank (Federal Law Gazette 1992 II, pages 1251, 1297), the Deutsche Bundesbank shall be entitled to conduct the following transactions with credit institutions and other market participants:

Kraj	Podstawa prawna
Niemcy (cd.)	1 grant loans backed by collateral and trade in the open market by buying and selling claims, marketable securities and precious metals outright (spot or forward) or under repurchase agreements; [...]
Portugalia	Organic Law of the Banco de Portugal Article 12 Without prejudice to the requirements derived from its participation in the ESCB it shall be particularly incumbent upon the Bank to: [...] (c) ensure the stability of the national financial system, performing for this purpose, in particular, the function of lender of last resort and national macro-prudential authority; [...]
Słowacja	Act on Národná banka Slovenska Article 24 (1) Národná banka Slovenska may exceptionally grant a short-term loan to a bank for temporary support of liquidity, provided that it is in compliance with prohibition of monetary financing; right for repayment of such a loan shall take precedence over all other liabilities of the bank. Any such loan shall be secured by sufficient collateral according to Article 23 and granting such loan shall not be made so as to advantage or disadvantage any one bank in relation to other banks. [...]
Słowenia	Banka Slovenije Act (Official consolidated version) Article 4 [...] (3) In pursuing the primary objective specified in the first paragraph of this Article and the objective specified in the second paragraph of this Article, Banka Slovenije shall strive for financial stability, while taking into account the principles of an open market economy and free competition. Article 12 (1) In addition to the tasks specified in the previous Article, Banka Slovenije shall also engage in other tasks, in particular: [...] 14. it may grant loans to banks, savings banks and electronic money institutions, given adequate collateral, taking into account Articles 101 and 102 of the Treaty establishing the European Community and Article 21 of the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank (Official Gazette of the Republic of Slovenia – International Treaties, No 7/04; hereinafter: the Statute of the ESCB and ECB); [...]
Włochy	Statute of the Bank of Italy Article 35 1. Without prejudice to Articles 1 and 34, the Bank of Italy may take all the actions and carry out all operations in connection with or instrumental to the performance of the tasks entrusted to it and, within any limits deriving from the application of Chapter IV of the statute of the ESCB, the management of its assets and personnel, both in service and retired. [...]

a) Chcąc oddać jak najdokładniejsze brzmienie poszczególnych przepisów prawnych, postanowiono pozostawić wybrane fragmenty w języku angielskim, tak jak są one przedstawiane przez uwzględnione banki centralne.

Załącznik 3. Wsparcie płynnościowe w krajowych aktach prawnych państw członkowskich UE pozostających poza strefą euro^{a)}

Bułgaria	Law on the Bulgarian National Bank Article 20 [...] (2) In case any systemic risk for the stability of the banking system arises, the Banking Department shall perform the lender of last resort function under the terms Law on the BNB 7 and procedure set forth by this Law and by the regulations as adopted by the Governing Council. [...] Article 33 (1) The Bulgarian National Bank may not extend credits to banks, except in the cases under paragraph 2. (2) Upon emergence of a liquidity risk that may affect the stability of the banking system, the Bulgarian National Bank may extend to a solvent bank lev-denominated credits with maturity no longer than three months, provided they are fully collateralized by gold, foreign currency or other such high-liquid assets. The terms and procedure for extension of such credits, as well as the criteria establishing the occurrence of a liquidity risk, shall be determined by an ordinance of the Bulgarian National Bank. [...]
Chorwacja	The Act On The Croatian National Bank Article 11 (2), Article 93 (2) In cases of urgent and unforeseen liquidity needs of credit institutions, the Croatian National Bank may grant short-term loans to the credit institutions, provided that these loans are based on adequate collateral.
Czechy	Act no. 6/1993 Coll., on the Czech National Bank Article 29 [...] (2) In the interests of maintaining a bank's liquidity, the Czech National Bank may exceptionally provide short-term credit for a period of up to three months. When providing such credit, the Czech National Bank shall require adequate collateral.
Dania	The National Bank of Denmark Act (Unofficial translation) § 15 The functions of the Bank shall especially comprise reception of money on folio-account and current-account, reception of deposits in safe custody, granting of advances and discounting of bills of exchange besides traffic in gold, foreign currency and securities. The granting of advances shall only take place on satisfactory security and normally for 1–3 months but not exceeding 6 months. Renewal of advances may take place. Further provisions governing the general functions of the Bank shall be laid down in the By-laws of the Bank.
Polska	Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim Artykuł 42 1. NBP może udzielać bankom kredytu refinansowego w złotych w celu uzupełnienia ich zasobów pieniężnych.

Polska (cd.)	2. NBP przy udzielaniu kredytu refinansowego kieruje się zdolnością banku do spłaty tego kredytu wraz z odsetkami w umownych terminach spłaty, z zastrzeżeniem, o którym mowa w ust. 3. 3. NBP może udzielić kredytu refinansowego także bankowi dla realizacji programu postępowania naprawczego banku. 4. Kredyt refinansowy może być udzielony: 1) do określonej kwoty w rachunku kredytu, 2) pod zastaw papierów wartościowych – do wysokości równej określonej części nominalnej wartości tych papierów (kredyt lombardowy), 3) w innej formie, określonej przez Zarząd NBP.
Rumunia	Law no. 312 / 28.06.2004 on the Statute of the National Bank of Romania Article 26 Protection against systemic risk In order to carry out its task on ensuring financial stability, under exceptional circumstances and only on a case-by-case basis, the National Bank of Romania may grant to credit institutions loans that are either unsecured or secured with assets other than those provided by Art. 19 hereof.
Szwecja	The Sveriges Riksbank Act Article 8 (Chapter 6 Monetary policy and the payment system) In exceptional circumstances, the Riksbank may, with the aim of supporting liquidity, grant credits or provide guarantees on special terms to banking institutions and Swedish companies subject to the supervision of the Financial Supervisory Authority.
Węgry	Act CXXXIX of 2013 on the Magyar Nemzeti Bank Article 36 If there are circumstances owing to which the operation of a credit institution jeopardises the stability of the financial system, the MNB may extend an extraordinary credit to the credit institution, complying with the prohibition of monetary financing defined in Article 146.
Wielka Brytania	Financial Services Act 2012 Section 61 [...] (2) The Treasury may give a direction to the Bank of England relating to one or more of the following – (a) the provision by the Bank to one or more financial institutions of financial assistance other than ordinary market assistance offered by the Bank on its usual terms, [...] The Bank of England Act 1998, the Charters of the Bank and related documents Memorandum of Understanding on Financial Crisis Management 5 The Bank has primary operational responsibility for financial crisis management. Its responsibilities in a financial crisis stem from: [...] the provision, when authorised by the Treasury, of Emergency Liquidity Assistance (ELA – defined as support operations outside the Bank's published frameworks) to firms that are at risk but are judged to be solvent; [...]

Załącznik 3 (cd.)

Wielka Brytania (cd.)	6 The Chancellor and the Treasury have sole responsibility for any decision on whether and how to use public funds, including: authorising any proposal by the Bank to provide ELA to one or more individual firms in a support operation that goes beyond the Bank's published frameworks; [...] 12 In addition, where the Bank proposes to make ELA available to one or more financial institutions it will notify the Treasury and seek the Treasury's approval; 25 The Bank has primary responsibility for financial stability and operational responsibility for managing financial crises. But consistent with the Treasury's overall responsibilities, the Chancellor may, in some circumstances during a financial crisis, use additional powers to direct the Bank. This is provided for in Section 61 of the Act, which allows the Chancellor to direct the Bank to: [...] provide ELA in a support operation going beyond the Bank's published frameworks to one or more firms that are not judged by the Bank to be solvent and viable; provide ELA in a support operation going beyond the Bank's published frameworks to one or more firms on terms other than those proposed by the Bank; [...]
-----------------------	---

a) Chcąc oddać jak najdokładniejsze brzmienie poszczególnych przepisów prawnych, postanowiono pozostawić wybrane fragmenty w języku angielskim, tak jak są one przedstawiane przez uwzględnione banki centralne.

Załącznik 4. Operacje LTRO o terminach zapadalności powyżej 3 miesięcy (w nawiasach podano kwoty przydziału, w mld EUR)

	6 M	12 M	36 M	TLTRO
2007	x	x	x	x
2008	3.04.2008 (25) 10.07.2008 (25) 9.10.2008 (50) 13.11.2008 (41,6) 11.12.2008 (38,1)	x	x	x
2009	8.01.2009 (7,6) 12.02.2009 (10,7) 12.03.2009 (10,8) 9.04.2009 (36,1) 14.05.2009 (20,7) 11.06.2009 (18,2) 9.07.2009 (9,1) 13.08.2009 (11,9) 10.09.2009 (3,7) 8.10.2009 (2,4) 12.11.2009 (0,8) 10.12.2009 (1,7)	25.06.2009 (442,2) 1.10.2009 (75,2) 17.12.2009 (96,9)	x	x

	6 M	12 M	36 M	TLTRO
2010	1.04.2010 (17,9) 13.05.2010 (35,7)	x	x	x
2011	11.08.2011 (49,8)	27.10.2011 (56,9)	22.12.2011 (489,2)	x
2012	x	x	1.03.2012 (529,5)	x
2013	x	x	x	x
2014	x	x	x	24.09.2014 (82,6) 11.12.2014 (129,8)

Źródło: opracowanie własne na podstawie komunikatów prasowych EBC (podane daty rozliczenia operacji).

Załącznik 5. Porozumienia walutowe zawierane przez EBC z SRF i SNB, zapewniające dostęp do USD i CHF w latach 2007–2014

Data ogłoszenia	Działanie	Maksymalna wartość (w mld)	Okres zapadalności
12.12.2007	EBC ustanawia linię swapową z SRF	20 USD	Do 6 miesięcy
11.03.2008	SRF rozszerza linię swapową z EBC	30 USD	30.09.2008
2.05.2008	SRF rozszerza linię swapową z EBC	50 USD	30.01.2009
30.07.2008	SRF rozszerza linię swapową z EBC	55 USD	30.01.2009
18.09.2008	SRF rozszerza linię swapową z EBC	110 USD	30.01.2009
26.09.2008	SRF rozszerza linię swapową z EBC	120 USD	30.01.2009
29.09.2008	SRF rozszerza linię swapową z EBC	240 USD	30.04.2009
13.10.2008	SRF rozszerza linię swapową z EBC	Nielimitowany dostęp	30.04.2009 ^{a)}
15.10.2008	EBC ustanawia linię swapową z SNB	Niesprecyzowana	Przynajmniej do stycznia 2009 r. ^{b)}
9.05.2010	Linia swapowa z SRF zostaje odnowiona		Do stycznia 2011 r. ^{c)}
30.11.2011	Utworzenie tymczasowej sieci bilateralnych umów swapowych przez następujące banki centralne: Bank Anglii, Bank Japonii, Bank Kanady, EBC, SNB, SRF	Nielimitowana	1.02.2013 ^{d)}
31.10.2013	Tymczasowa sieć bilateralnych swapów walutowych zostaje przekształcona w porozumienie stałe	Nielimitowana	Do odwołania

^{a)} Linia była dwukrotnie przedłużana: 3.02.2009 r. do 30.10.2009 r. oraz 25.06.2009 r. do 1.02.2010 r.;

^{b)} Linia była przedłużana kilka razy: 16.01.2009 r. – przynajmniej do kwietnia 2009 r., 25.06.2009 do 31.10.2009 r., 24.09.2009 r. do stycznia 2010 r.; ^{c)} Linia była przedłużana kilkakrotnie: 21.12.2010 r. do 1.08.2011 r., 29.06.2011 do 1.08.2012 r., 30.11.2011 r. do 1.02.2013 r., 13.12.2012 r. do 1.02.2014 r.; ^{d)} Przedłużenie sieci linii swapowych w dniu 13.12.2012 r. do 1.02.2014 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie komunikatów prasowych SRF oraz SNB.

Załącznik 6. Metody kointegracji panelowej

Weryfikacja prawdziwości hipotezy zerowej dla testu Levina, Lina, Chu (2001)

1. Aby zweryfikować hipotezę (4.2), należy:

A. Dokonać estymacji parametrów modelu regresji $\Delta y_{i,t}$ względem

$$\Delta y_{i,t-L} \quad (L = 1, \dots, p(i))$$

oraz $d_{m,t}$ w celu uzyskania reszt $\hat{\varepsilon}_{i,t}$.

Oprócz tego estymuje się parametry modelu regresji $\Delta y_{i,t-1}$ względem

$$\Delta y_{i,t-L} \quad (L = 1, \dots, p(i))$$

oraz $d_{m,t}$ w celu uzyskania reszt $\hat{v}_{i,t-1}$.

Następnie dokonuje się standardyzacji reszt w celu uwzględnienia różnych wariancji ze względu na obiekty:

$$\tilde{\varepsilon}_{i,t} = \hat{\varepsilon}_{i,t} / \hat{\sigma}_{\varepsilon(i)}, \quad \tilde{v}_{i,t-1} = \hat{v}_{i,t-1} / \hat{\sigma}_{\varepsilon(i)},$$

gdzie $\hat{\sigma}_{\varepsilon(i)}$ jest oszacowaniem odchylenia standardowego reszt dla „ADF regresji” dla danego obiektu.

B. Obliczyć iloraz długookresowego odchylenia standardowego przyrostów zmiennej do odchylenia krótkookresowego. Długookresowa wariancja wynosi:

$$\hat{\sigma}_{y(i)}^2 = \frac{1}{T-1} \sum_{t=2}^T \Delta y_{i,t-1}^2 + 2 \sum_{L=1}^{\bar{K}} w_{\bar{K}L} \left[\frac{1}{T-1} \sum_{t=2+L}^T \Delta y_{i,t} \Delta y_{i,t-L} \right], \quad (Z6.1)$$

gdzie $\bar{K}$ zależy od persystencji procesu oraz $w_{\bar{K}L} = 1 - (L / (\bar{K} + 1))$.

Dla każdego obiektu obliczana jest relacja długookresowego odchylenia standardowego do odchylenia standardowego składnika losowego w następujący sposób:

$$\hat{s}_i = \hat{\sigma}_{y(i)} / \hat{\sigma}_{\varepsilon(i)}.$$

Średnie odchylenie standardowe wynosi:

$$S_N = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \hat{s}_i.$$

C. Dokonać estymacji parametrów modelu regresji:

$$\tilde{e}_{i,t} = \rho \tilde{v}_{i,t-1} + \tilde{\varepsilon}_{i,t}.$$

W celu weryfikacji hipotezy (4.2) wykorzystywana jest statystyka:

$$t_\rho = \frac{\hat{\rho}}{\hat{\sigma}(\hat{\rho})},$$

gdzie:

$$\hat{\rho} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2+p(i)}^T v_{i,t-1} \tilde{e}_{i,t}}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2+p(i)}^{T(i)} \tilde{v}_{i,t-1}^2}, \quad \hat{\sigma}(\hat{\rho}) = \frac{\hat{\sigma}_\varepsilon}{\left[\sum_{i=1}^N \sum_{t=2+p(i)}^{T(i)} \tilde{v}_{i,t-1}^2 \right]^{1/2}}$$

oraz

$$\hat{\sigma}_\varepsilon^2 = \frac{1}{N\tilde{T}} \sum_{i=1}^N \sum_{t=2+p(i)}^T (\tilde{e}_{i,t} - \hat{\rho} \tilde{v}_{i,t-1})^2$$

$\tilde{T}$ jest zaś średnią liczbą obserwacji na obiekt w panelu.

Dostosowana statystyka t przyjmuje postać:

$$t_\rho^* = \frac{t_\rho - N\tilde{T}\hat{\sigma}_\varepsilon^{-2}\sigma(\hat{\rho})\mu_{m\tilde{T}}^*}{\sigma_{m\tilde{T}}^*}, \quad (Z6.2)$$

gdzie $\mu_{m\tilde{T}}^*$ oraz $\sigma_{m\tilde{T}}^*$ są dostosowaniami dla średniej i odchylenia standardowego pokazanymi przez A. Levina, C. Lina i J. Chu (2001). Przy prawdziwości hipotezy zerowej statystyka (Z5.2) ma standardowy rozkład normalny.

2. Statystyki dla testu kointegracji panelowej Kao (1999)

MNK – estymator parametru ρ oraz odpowiednia statystyka t-studenta dane są wzorami:

$$\hat{n} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{e}_{it} \hat{e}_{it-1}}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{e}_{it}^2} \quad (Z6.3)$$

oraz

$$t_{\rho} = \frac{(\hat{p}-1) \sqrt{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{e}_{it}^2}}{s_e}, \quad (Z6.4)$$

gdzie:

$$s_e^2 = \frac{1}{NT} \sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T (\hat{e}_{it} - \hat{\rho} \hat{e}_{it-1})^2.$$

Kao (1999) zaproponował zastosowanie testu Dickeya-Fullera opartego na następujących statystykach:

$$DF_{\rho} = \frac{\sqrt{NT}(\hat{p}-1) + 3\sqrt{N}}{\sqrt{10,2}}, \quad (Z6.5)$$

$$DF_t = \sqrt{1,25} t_{\rho} + \sqrt{1,875N}, \quad (Z6.6)$$

$$F_{\rho}^* = \frac{\sqrt{NT}(\hat{\rho}-1) + \frac{3\sqrt{N}\hat{\sigma}_v^2}{\hat{\sigma}_{0v}^2}}{\sqrt{3 + \frac{36\hat{\sigma}_v^4}{5\hat{\sigma}_{0v}^4}}}, \quad (Z6.7)$$

$$DF_{\rho}^* = \frac{t_{\rho} + \frac{\sqrt{6N}\hat{\sigma}_v}{2\hat{\sigma}_{0v}}}{\sqrt{\frac{\hat{\sigma}_{0v}^2}{2\hat{\sigma}_v^2} + \frac{3\hat{\sigma}_v^2}{10\hat{\sigma}_{0v}^2}}}, \quad (Z6.8)$$

gdzie:

$$\hat{\sigma}_v^2 = \hat{\Sigma}_{yy} - \hat{\Sigma}_{yx} \hat{\Sigma}_{xx}^{-1} \text{ oraz } \hat{\sigma}_{0v}^2 = \hat{\Omega}_{yy} - \hat{\Omega}_{yx} \hat{\Omega}_{xx}^{-1}.$$

Ponieważ statystyki DF_ρ oraz DF_t są oparte na założeniu silnej egzogeniczności regresorów, w celu wnioskowania o kointegracji z uwzględnieniem problemu endogeniczności, wykorzystywane są statystyki DF_ρ^* oraz DF_t^* .

Punktem wyjścia do przeprowadzenia testu kointegracji uwzględniającego problem autokorelacji składnika losowego jest następujący model regresji:

$$\hat{e}_{it} = \rho \hat{e}_{it-1} + \sum_{j=1}^{\rho} g_j \Delta \hat{e}_{it-j} + v_{it\rho}. \quad (Z6.9)$$

Przy założeniu prawdziwości hipotezy zerowej o braku kointegracji konstruowana jest statystyka:

$$ADF = \frac{t_{ADF} + \frac{\sqrt{6N} \hat{\sigma}_v}{2 \hat{\sigma}_{0v}}}{\sqrt{\frac{\hat{v}_{0y}^2}{2 \hat{\sigma}_v^2} + \frac{3 \hat{\sigma}_y^2}{10 \hat{\sigma}_{0v}^2}}}, \quad (Z6.10)$$

gdzie t_{ADF} jest statystyką t dla wnioskowania o istotności parametru ρ dla regresji (Z6.9). Wykorzystując twierdzenia graniczne, okazuje się, że asymptotycznym rozkładem dla statystyk DF_ρ , DF_t , DF_ρ^* oraz DF_t^* jest standardowy rozkład normalny (por. Baltagi, 2013).

3. Estymacja parametrów zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów

Estymator w pełni zmodyfikowanej metody najmniejszych kwadratów został zaproponowany przez P. Phillipsa i B. Hansena (1990) w celu rozwiązania problemu związanego z występowaniem długookresowej korelacji między relacją kointegrującą a losowymi składowymi regresorów. Punktem wyjścia jest następująca relacja kointegrująca:

$$y_t = \mathbf{X}_t' \boldsymbol{\beta} + \mathbf{D}_{1t}' \boldsymbol{\gamma}_1 + u_{1t}, \quad (Z.6.11)$$

gdzie $\mathbf{D}_t = [\mathbf{D}_{1t}' \quad \mathbf{D}_{2t}']'$ są regresorami deterministycznymi, natomiast regresory stochastyczne $\mathbf{X}_t$ wyjaśniane są za pomocą równania:

$$\mathbf{X}_t = \Gamma'_{21} \mathbf{D}_{1t} + \Gamma'_{22} \mathbf{D}_{2t} + \boldsymbol{\varepsilon}_{2t}, \quad (\text{Z.6.12})$$

$$\Delta \hat{\mathbf{a}}_{2t} = \mathbf{u}_{2t}. \quad (\text{Z.6.13})$$

Niech $\hat{u}_{1t}$ będą resztami empirycznymi uzyskanymi w wyniku estymacji parametrów równania (Z.6.11). Reszty empiryczne $\mathbf{u}_{2t}$ uzyskuje się pośrednio jako $\hat{\mathbf{u}}_{2t} = \Delta \hat{\boldsymbol{\varepsilon}}_{2t}$ na podstawie równania regresji:

$$\mathbf{X}_t = \hat{\Gamma}'_{21} \mathbf{D}_{1t} + \hat{\Gamma}'_{22} \mathbf{D}_{2t} + \hat{\boldsymbol{\varepsilon}}_{2t} \quad (\text{Z.6.14})$$

albo bezpośrednio z regresji różnic

$$\Delta \mathbf{X}_t = \hat{\Gamma}'_{21} \Delta \mathbf{D}_{1t} + \hat{\Gamma}'_{22} \Delta \mathbf{D}_{2t} + \hat{\mathbf{u}}_{2t}$$

Niech $\hat{\Omega}$ i $\hat{\Lambda}$ będą długookresowymi macierzami kowariancji obliczonymi za pomocą reszt $\hat{\mathbf{u}}_t = (\hat{u}_{1t}, \hat{\mathbf{u}}_{2t})'$. Wtedy można zdefiniować następujące zmodyfikowane zmienne:

$$y_t^+ = y_t - \hat{\omega}_{12} \hat{\Omega}_{22}^{-1} \hat{\mathbf{u}}_{2t}$$

oraz

$$\hat{\lambda}_{12}^+ = \hat{\lambda}_{12} - \hat{\omega}_{12} \hat{\Omega}_{22}^{-1} \hat{\Lambda}_{22}$$

Estymator FMOLS przyjmuje następującą postać:

$$\hat{\mathbf{e}} = \begin{bmatrix} \hat{\mathbf{a}} \\ \hat{\gamma}_1 \end{bmatrix} = \left(\sum_{t=1}^T \mathbf{Z}_t \mathbf{Z}_t' \right)^{-1} \left(\sum_{t=1}^T \mathbf{Z}_t y_t^+ \right), \quad (\text{Z.6.15})$$

gdzie $\mathbf{Z}_t = (\mathbf{X}_t', \mathbf{D}_t')'$.

Abstract

During the global financial crisis, major central banks of the world undertook a number of actions, including non-standard ones, aimed at the stability of the financial system. In this context, the discussion on the hierarchy of objectives of central banks, in particular on where the responsibility for the stability and safety of the financial system lies, was resumed. This issue has also become of interest to Polish economists.

According to the pre-crisis theoretical consensus, the best way in which the central bank could contribute to ensuring financial stability was to maintain price stability. This belief found practical expression in the direct inflation targeting strategy, which since 1990s has been gradually accepted by successive developed countries and then emerging economies. The basic premise of this strategy is the recognition of price stability as the main objective of monetary policy. The central bank applying this strategy may seek to achieve other goals, such as supporting general economic policies of the government, provided that it does not restrict the implementation of the main objective.

It should be noted, however, that price stability is not always at the top of the hierarchy of the objectives of central banks. Even in the case of the first central banks, the reason for the founding of the majority of these institutions was the establishment of a lender of last resort (LOLR) to the banking system. The Federal Reserve System, which was established in 1913 in response to recurring periods of panic in the American banking system, is an example.

The choice of this particular topic of the book is a result of the following three premises.

First, the concept of LOLR is poorly explored and described in the Polish literature. To the best of the author's knowledge, there are no books fully devoted to this subject. Polish researchers refer to the function of LOLR mostly in the context of a broader discussion on the responsibility of the central bank for the stability of the financial system. At the same time, in recent years, there have been scientific papers written on the subject. Nonetheless, the papers concern mainly the activities undertaken by major central banks in response to the development of the crisis, thus putting less emphasis on the genesis and evolution of the concept of LOLR. On the other hand, the foreign, especially Anglo-Saxon, literature comprises far more numerous papers concerning this function of the

central bank. It seems a logical consequence of the fact that the first considerations on the subject of the research topic can be found in the works of nineteenth-century British economists H. Thornton and W. Bagehot. However, even in the case of foreign literature, it is difficult to point to the numerous books devoted entirely to the issue discussed. To the best of the author's knowledge, there are only a few such works. Although there exist many scientific papers, a large number of these papers, as in the case of Polish literature, constitute publications relating to the anti-crisis measures undertaken by central banks in recent years. Therefore, there is a gap (at least in the Polish literature) which this book can fill. In particular, the theoretical part of the book attempts to present the genesis and evolution of the concept of LOLR, referring mainly to the pre-crisis experience and systematisation of current literature on this subject.

Secondly, arrangements for the LOLR in the euro area tend to be not very transparent. The Eurosystem, which comprises the European Central Bank (ECB) and the national central banks of the euro area Member States, is based on the Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU) and the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank (hereafter "the Statute"). Pursuant to Art. 127.1 of the TFEU, the main objective of the Eurosystem is to maintain price stability. Its main tasks are: to define and implement the monetary policy of the Union, to carry out foreign exchange operations, to hold and manage the official foreign currency reserves of the Member States and to promote the proper functioning of payment systems (Art. 127.2 of the TFEU)¹. The national central banks of the Eurosystem follow the guidelines and instructions of the ECB. At the same time, they may perform functions other than those arising from their participation in the Eurosystem, as long as they do not conflict with the objectives and tasks of the Eurosystem (Art. 14.3, Art. 14.4 of the Statute). The Treaty provisions and statutes do not relate directly to the function of LOLR. This situation creates room for different interpretations regarding the legitimacy of the ECB and the national central banks of the Eurosystem to perform this function and the conditions for its implementation. Therefore, in order to best explore the approach to the function of LOLR on the part of the architects of the euro area, one should analyse legal acts regulating the activity of the ECB and the national central banks of the Eurosystem, as well as the interpretation of the relevant regulations provided by the ECB and the representatives of economic sciences and law involved in deliberations on this topic. While the first part of this analysis (i.e. the review

1 Specifically Art. 127 of the TFEU refers to the European System of Central Banks, which consists of the ECB and the national central banks of all the EU Member States. In practice, however, its provisions apply to the Eurosystem.

of the pertinent legislation) has to some extent been conducted in the foreign literature, the other part (i.e. the interpretation of these acts by the stakeholders), to the best of the author's knowledge, has not been the subject of previous studies. Therefore, another gap in the literature which this work can fill has been identified. Comprehensive recognition of the legal status of LOLR in the euro area and its interpretations seems to be necessary in order to understand the actions undertaken by the ECB during the crisis.

Thirdly, the actions of the ECB during the crisis in the context of the LOLR in the euro area are a current research problem. Moreover, the initiatives of this institution, their rationale and effectiveness should be subject to continuous monitoring due to the status of a member of the Economic and Monetary Union (EMU) with a derogation held by Poland. Thus, the conclusions of the book can be useful for the participants of the ongoing debate, in the literature and the public space, on the benefits (opportunities) and costs (risks) associated with the future Polish participation in the common currency area. They may also be useful in the preparatory process for the accession to the euro area and the best possible functioning within it.

The main objective of the book is to determine the scope of activities in the area of a LOLR undertaken by the ECB during the crisis in the euro area and to assess the effectiveness of some of the measures taken. The anti-crisis initiatives of the ECB in the period between August 2007 and December 2014 are analysed. The achievement of the main objective is possible through the realisation of specific objectives that have been formulated as follows:

1. The presentation of the genesis and evolution of the concept of LOLR.
2. The description of institutional and legal solutions concerning the LOLR in the euro area.
3. The identification of anti-crisis measures of the ECB relating to the function of LOLR.
4. The evaluation of selected anti-crisis measures undertaken by the ECB as a LOLR in the phase of the debt crisis of some of the euro area economies.

In the thus formulated framework of the book, based on an extensive review of foreign and domestic research achievements, an analysis of documents of financial institutions and the author's previous own research, as well as the observations of economic processes occurring in the euro area, the following research hypothesis was formulated:

in the course of the crisis in the euro area, the ECB took measures relating to the function of LOLR, their scope was further expanded in response to the developing crisis, which contributed to the reduction of tensions in the financial market of this currency area.

The implementation of the objectives of the book and the verification of the hypothesis formulated required research adequate to the complexity of the questions posed. Due to the fact that the work is both theoretical and empirical, a variety of research methods were used. In particular, the methods included:

1. Critical literature studies on the function of LOLR based on national and foreign sources (books, scientific papers, reports and studies: of central banks, commercial banks, national and international financial institutions; tools used by the central banks in communication with the environment: descriptions of discussions occurring after decision-making meetings of the monetary authorities, press releases, transcripts of press conferences and speeches of representatives of the central banks, etc.).
2. The analysis of legal acts regulating the activities of the ECB and the national central banks of the Eurosystem concerning the responsibility of the monetary authorities for the stability of the financial system.
3. Methods of descriptive statistics.
4. The econometric model whose parameters were estimated using the fully modified least squares method.

The main part of the book consists of four chapters whose structure has been subordinated to the accomplishment of the research objectives. The first chapter is theoretical, the two subsequent ones are theoretical and empirical, and the fourth one is empirical. Each chapter begins with an introduction and ends with a summary. At the end, there is a list of sources used in the book, tables, figures and graphs, as well as appendices.

Chapter 1 comprises a literature review concerning the function of LOLR, starting with the works of nineteenth-century British economists, who first wrote on the subject under discussion, and ending with modern scientific achievements. Chapter 1 consists of two main parts. The first one is devoted to the issue of the function of LOLR at the national level, performed by the national central bank. The other part focuses on the issue of an international LOLR.

Chapter 2, which presents the institutional and legal framework for the functioning of the ECB, consists of two main parts. The first one is devoted to the monetary policy strategy of the ECB – its main elements and evolution. The other part – the key one for the topic of the book – presents solutions concerning the function of LOLR in the euro area. It begins with the determination of the scope of the responsibilities of the ECB in the area of the financial stability in the euro area. It also contains the analysis of legal acts regulating the activities of the ECB and the national central banks in terms of solutions concerning a LOLR in this particular currency area. As a lack of transparency in this field is identified, an interpretation of the legal status made by the ECB is presented. At the end, the views

of representatives of economics and law on the solutions adopted in the field of crisis management in the euro area, with particular attention paid to those put forward before the onset of the recent crisis, are presented.

Chapter 3 presents a review of anti-crisis measures taken by the ECB in the period between August 2007 and December 2014 aimed at identifying those which fall within the function of LOLR. In particular, the conditions for granting assistance and its beneficiaries were identified. Considerations were carried out taking into account the course of the crisis in the euro area, which was divided into three main phases. In addition, economists' discussion on anti-crisis initiatives of the ECB is presented to show that there is no consensus on when and under what conditions the ECB took on the role of LOLR.

Chapter 4 comprises the econometric study conducted to assess how the introduction of the ECB's program of Outright Monetary Transactions in the third quarter of 2012 – which has been identified by the author of this book as the moment when the ECB took on the role of LOLR to the governments – influenced the situation in the government bond market in the EMU. The research includes the determinants of spreads on 10-year Treasury bonds (relative to the corresponding values in Germany) for the group consisting of peripheral euro area countries and the control group which consists of the selected economies of the so-called EMU core countries.

In the light of the analyses and research conducted, the main hypothesis of the book has been positively verified. In the course of the development of the crisis in the euro area, the ECB undertook successive actions in the area of the LOLR function. During the financial crisis, the ECB played the LOLR role to the entire banking sector, and in the phase of the debt crisis it became a LOLR to the governments with the announcement of the OMT program. Some economists are of the opinion that the central bank of the euro area took on the role of a LOLR to the governments earlier, i.e. by initiating the purchase of sovereign bonds of certain EMU members in the secondary market under the SMP program or by conducting two 36-month LTROs whose unspoken aim was to support the debt market of peripheral countries. As indicated above, the book presents the assessment and provides the arguments that the ECB became a LOLR to the governments only after the announcement of the OMT program.

Spis rysunków

Rysunek 1.	Globalna sieć porozumień swapowych	53
Rysunek 2.	Strategia polityki pieniężnej EBC	61
Rysunek 3.	Operacje Eurosystemu dostarczające i absorbujące płynność od 2007 roku	103

Spis tabel

Tabela 1.	Motywy powstania wybranych banków centralnych	25
Tabela 2.	Porozumienia swapowe na udostępnienie płynności w USD zawierane przez Fed w latach 2007–2009 (w mld USD)	54
Tabela 3.	Instrumenty polityki pieniężnej Eurosystemu	59
Tabela 4.	Statystyki dla inflacji w krajach strefy euro	66
Tabela 5.	Bodźce do podjęcia współpracy przez banki centralne kraju macierzystego i goszczącego w zależności od oceny systemowej banku i formy prawnej, w której bank działa w kraju goszczącym (oddział/filia)	86
Tabela 6.	Typologia środków FCM według U. Bindseila	94
Tabela 7.	Środki FCM a problem pokusy nadużycia	97
Tabela 8.	Przykładowe poziomy <i>haircut</i> stosowane wobec kwalifikowanych aktywów rynkowych	107
Tabela 9.	Najważniejsze zmiany w zakresie systemu zabezpieczeń dokonane przez EBC w latach 2008–2014	109
Tabela 10.	Porównanie programów CBPP1 i CBPP2	116
Tabela 11.	Dane wykorzystywane w badaniu spreadów	155
Tabela 12.	Statystyki opisowe dla peryferyjnych krajów strefy euro	158
Tabela 13.	Statystyki opisowe dla wybranych krajów centrum strefy euro	160
Tabela 14.	Macierz współczynników korelacji między zmiennymi wykorzystywanymi w badaniu empirycznym – kraje centrum	162
Tabela 15.	Macierz współczynników korelacji między zmiennymi wykorzystywanymi w badaniu empirycznym – kraje peryferyjne	162
Tabela 16.	Wyniki testowania stopnia zintegrowania zmiennych dla panelu składającego się z wybranych krajów centrum strefy euro	169
Tabela 17.	Wyniki testowania stopnia zintegrowania zmiennych dla panelu składającego się z peryferyjnych krajów strefy euroa)	169
Tabela 18.	Wyniki estymacji parametrów uzyskane za pomocą w pełni zmodyfikowanej metody najmniejszych kwadratów – grupa peryferyjnych krajów strefy euro	172
Tabela 19.	Wyniki estymacji parametrów uzyskane za pomocą w pełni zmodyfikowanej metody najmniejszych kwadratów – grupa krajów centrum strefy euro	175

Spis wykresów

Wykres 1.	Liczba banków centralnych na świecie	24
Wykres 2.	Pierwsze banki centralne: powstanie ^{a)} i funkcja LOLR	27
Wykres 3.	Kształtowanie się inflacji HICP w poszczególnych krajach strefy euro wobec ilościowej definicji stabilności cen EBC	66
Wykres 4.	Inflacja i luka popytowa – strefa euro a kraje członkowskie OECD realizujące strategię BCI (2004–2014)	67
Wykres 5.	Inflacja HICP oraz dynamika agregatu M3 na tle wartości referencyjnej w strefie euro w latach 1999–2014	68
Wykres 6.	Stopy EBC – na tle stóp innych głównych banków centralnych (lewa część) i korytarz wokół stopy MRO (prawa część) w latach 2004–2014	99
Wykres 7.	Zmiany przykładowych poziomów <i>haircut</i> w latach 2008–2014	112
Wykres 8.	Aktywa kwalifikowane (lewa część) i wykorzystanie zabezpieczeń (prawa część) w latach 2007–2014	113
Wykres 9.	Program SMP: zakupy (lewa oś) i wartość skumulowana (prawa oś) od rozpoczęcia realizacji programu do końca 2012 roku	118
Wykres 10.	Papiery wartościowe nabyte przez EBC w ramach programu SMP w podziale według kraju i okresu pozostałego do zapadalności (stan na 31.12.2012 r.)	120
Wykres 11.	Wskaźniki rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych wybranych krajów UGiW	143
Wykres 12.	Empiryczne (OMT) i kontrfaktyczne (brak OMT) wartości spreadów	174

Od Redakcji

Ewa Stawasz-Grabowska ukończyła w 2010 roku studia magisterskie na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego na kierunku międzynarodowe stosunki gospodarcze (specjalność finanse międzynarodowe). W tym samym roku rozpoczęła studia doktoranckie na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego. W 2014 roku została zatrudniona na stanowisku asystenta. Stopień doktora uzyskała w 2017 roku. Jej rozprawa doktorska, przygotowana pod kierunkiem naukowym prof. Janusza Bilskiego, była poświęcona polityce pieniężnej w strefie euro w okresie globalnego kryzysu finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem odpowiedzialności Europejskiego Banku Centralnego za stabilność finansową tego obszaru walutowego. Od 2018 roku jest zatrudniona na Uniwersytecie Łódzkim jako adiunkt. Obecnie jest pracownikiem Katedry Finansów i Inwestycji Międzynarodowych (Instytut Gospodarki Międzynarodowej) na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego.

Zainteresowania naukowe Ewy Stawasz-Grabowskiej koncentrują się na procesach integracyjnych w gospodarce światowej, mechanizmach funkcjonowania strefy euro, funkcjonowaniu sieci bezpieczeństwa finansowego. Efekty pracy autorki zostały opublikowane w języku polskim oraz angielskim w ponad 20 publikacjach, obejmujących monografie, rozdziały w monografiach, artykuły w czasopismach, w tym między innymi: „Prague Economic Papers”, „Bank i Kredyt”, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica”, „Ekonomia Międzynarodowa”.

W latach 2016–2017 Ewa Stawasz-Grabowska była kierownikiem grantu Narodowego Centrum Nauki pt. „Determinanty kształtowania się rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w krajach tzw. południa strefy euro, ze szczególnym uwzględnieniem wpływu programu bezwarunkowych transakcji monetarnych Europejskiego Banku Centralnego” (2015/17/N/HS4/02921). Realizowany projekt obejmował zagadnienie wpływu działań antykryzysowych podejmowanych przez Europejski Bank Centralny na przebieg kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. Obecnie autorka realizuje projekt w ramach badań młodych naukowców pt. „Wzajemne sprzężenia zwrotne między kondycją sektora publicznego a sytuacją sektora bankowego w wybranych krajach Unii Europejskiej: wnioski na podstawie panelowej regresji kwantylowej”. Celem projektu jest empiryczna weryfikacja wzajemnych negatywnych sprzężeń zwrotnych między kondycją sektora finansów

publicznych a sytuacją sektora bankowego w wybranych krajach Unii Europejskiej w latach 2002–2017.

Ewa Stawasz-Grabowska prowadzi zajęcia na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego na kierunku międzynarodowe stosunki gospodarcze oraz finanse międzynarodowe. Są to między innymi: rynki finansowe – mechanizmy i instrumenty, przepływy kapitałowe w globalnej gospodarce, międzynarodowa integracja gospodarcza, podstawy międzynarodowych stosunków gospodarczych, podstawy finansów międzynarodowych, Dealing Room (arbitraż walutowy). Autorka prowadziła również zajęcia w języku angielskim w ramach Łódzkiej Szkoły Letniej, goszczącej między innymi studentów z Faculdades Metropolitanas Unidas w Sao Paulo oraz Universidad SEK z Quito.

Ewa Stawasz-Grabowska posiada także doświadczenie związane z pracą zawodową w bankowości komercyjnej oraz centralnej. W 2010 roku była pracownikiem BRE Banku, Oddział korporacyjny Łódź. W latach 2012–2013 była zatrudniona w Biurze Strategii Polityki Pieniężnej (Instytut Ekonomiczny) Narodowego Banku Polskiego.

Autorka wykazuje się biegłą znajomością języka angielskiego. Posiada tytuł magistra filologii angielskiej. Dodatkowo posługuje się językiem niemieckim na poziomie komunikatywnym.