

Irena Pyka

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

Niezależność banku centralnego z perspektywy globalnego kryzysu finansowego

1. Wprowadzenie

Pierwsza połowa 2011 r. w gospodarce światowej upływa pod znakiem jej powrotu na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Najnowsze badania danych wskaźnikowych pokazują, że znajduje się ona w fazie powolnego ożywienia. Nie brakuje jednak obaw o utrzymanie osiągniętej z wielkim trudem dynamiki wzrostu produkcji. Działania banków centralnych w okresie globalnego kryzysu finansowego, skierowane na pobudzenie gospodarki głównie poprzez obniżkę stóp procentowych i tzw. rozluźnienia ilościowe, stwarzają bowiem stale poważne zagrożenie dla zachowania jej stabilności finansowej. Emisja pieniądza wymknęła się spod kontroli banków centralnych, a instytucje *safety net* działające w skali krajowej i globalnej nie posiadają wystarczających instrumentów regulacyjnych skierowanych na eliminację „luk” poważnych zagrożeń finansowych.

W tych okolicznościach powstaje wiele koncepcji stworzenia nowego ładu finansowego odznaczających się krańcowo skrajnymi stanowiskami; z jednej strony odwołują się do zwiększenia dyscypliny rynkowej w działalności instytucji finansowych, z drugiej – do przywrócenia rangi dyscyplinie regulacyjnej skierowanej na bezpieczeństwo funkcjonowania tych instytucji finansowych.

Banki centralne od momentu ich powstania przejęły funkcje instytucji dyscypliny regulacyjnej. W czasie zmieniała się jednak ich rola w jej utrzymywaniu. W latach 80. XX w., w bezpośredniej odpowiedzi na recesję gospodarki światowej i wynikającą z niej potrzebę wzmocnienia kontroli podaży pieniądza krajowego,

banki centralne z instytucji kierujących się pod naporem rządów potrzebami gospodarki, obniżając standardy i skuteczność realizowanej polityki monetarnej, przekształciły się w „stróża” porządku finansów publicznych. Uznały, że tylko właściwe warunki współpracy banku centralnego z rządem i parlamentem stanowią jedyną drogę optymalizacji ich decyzji, nie naruszając przy tym ustawowych prerogatyw. Dominacja polityki finansowej nad polityką monetarną znalazła swój finał w idei niezależności banku centralnego opartej na dwóch przesłankach¹:

– korelacji między stopniem niezależności a stabilnością cen, za którą bank centralny odpowiada. Gdy niezależność banku centralnego rośnie, stabilność cen jest wyższa;

– odporności banku centralnego na polityczny cykl koniunkturalny. Banki centralne posiadają swobodę realizacji celów polityki monetarnej, gdy nie podlegają presji rządu i parlamentarzystów oczekujących od nich realizacji obietnic przedwyborczych.

Globalny kryzys finansowy pokazał, że w obliczu recesji gospodarczej i braku stabilności finansowej utrzymanie niezależności banku centralnego staje się niemożliwe. Dlatego też w dyskusji nad nowym modelem działalności regulacyjnej państwa warto powrócić do refleksji związanej z przypisywaniem niezależności banku centralnego ważnej cechy instytucjonalnej warunkującej skuteczność realizowanej polityki monetarnej.

2. Raz jeszcze o niezależności banku centralnego – kilka refleksji teoretycznych

Niezależność banku centralnego zwykle określana jest jego autonomią. Pojęcie autonomii pochodzi od starogreckiego słowa, którego sens sprowadza się do możliwości stanowienia norm samemu sobie i jest równoznaczne z samodzielnością prawną². Niezależność natomiast może istnieć bez prawnego umocowania. W bankach centralnych często wynika z wieloletniej tradycji ich funkcjonowania. Autonomię więc posiada się, natomiast niezależność należy zdobywać. Pomiędzy autonomią a niezależnością istnieją zatem pewne, nie zawsze dostrzegalne różnice, które powodują, że:

- można mówić o różnych formach niezależności stosownie do obszarów, których ona dotyczy,
- można posiadać niezależność, a mimo to nie posiadać autonomii.

¹ W. Baka, *Niezależność i odpowiedzialność banku centralnego*, „Prawo Bankowe” 2002, nr 5.

² *Encyklopedia powszechna*, PWN, Warszawa 1984, s. 184.

Wydaje się, że są to powody, wskutek których analizowana w opracowaniu niezależność banku centralnego postrzegana jest jako pojęcie wielowymiarowe. W literaturze przedmiotu wymienia się różne rodzaje niezależności banku centralnego. Definiuje się niezależność personalną, finansową i polityki monetarnej. Wskazuje się również na jego niezależność polityczną i ekonomiczną. Omawiana jest niezależność banku centralnego w kształtowaniu podaży pieniądza, stóp procentowych czy kursów walutowych. Tymczasem bank centralny uzyskuje niezależność w drodze przekazania mu przez władzę publiczną różnych kompetencji związanych z odpowiedzialnością za stabilność finansową gospodarki. Staje się tym samym instytucją państwową posiadającą autonomię tylko w takim zakresie, w jakim odpowiada ona potrzebom gospodarki i społeczeństwa. W każdym państwie niezależność banku centralnego może zatem mieć inny charakter i w różnym zakresie służyć celom stabilności systemu finansowego. Autonomię banków centralnych trudno więc porównywać. Trudno też ocenić jej związek ze skutecznością polityki monetarnej.

Umieędzynarodowienie bankowości centralnej, stale rosnące w wymiarze gospodarki globalnej, spowodowało znaczną unifikację celów polityki monetarnej banków centralnych. Banki centralne po różnych doświadczeniach w walce z wysoką inflacją potraktowały swą niezależność jako ważną instytucjonalną cechę sprzyjającą wysokiej skuteczności polityki monetarnej skierowanej na stabilizację cen. Globalny kryzys finansowy wyraźnie jednak pokazał, że sama stabilność cenowa nie gwarantuje stabilności systemu finansowego i nie można jej sprowadzić wyłącznie do stabilności cenowej. W warunkach otwartej gospodarki światowej, narażonej na wysokie ryzyko systemowe, stabilność finansową trzeba identyfikować z brakiem zagrożenia kryzysem finansowym³. Problem jednak w tym, że tak rozumiana stabilność finansowa niekwestionowana jako dobro publiczne dotychczas nie była traktowana jako cel strategiczny polityki monetarnej. Tylko w sporadycznych przypadkach stabilność systemu finansowego zapisywana jest *explicite* w ustawie o banku centralnym lub innym oficjalnym dokumencie prawnym. W większości przypadków jest ona traktowana jako cel *implicite*, a ustawowa funkcja banków centralnych w zakresie wspierania stabilności systemu finansowego ograniczana jest do działań na rzecz efektywności i bezpieczeństwa systemu płatniczego⁴. Wobec powyższego powstaje pytanie, czy niezależność banku centralnego można traktować jako warunek osiągnięcia stabilności finansowej identyfikowanej z brakiem zagrożenia kryzysem finansowym.

³ P. Sotomska-Krzysztofik, O. Szczypińska, *Polityka informacyjna banków centralnych jako instrument wspierania stabilności systemu finansowego*, „Materiały i Studia” 2006, NBP, z. 200, s. 19.

⁴ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, „Materiały i Studia” 2004, NBP, z. 179, s. 8.

wym. Czy jest to warunek konieczny i wystarczający? Jaka interpretacja stabilności finansowej jest właściwa?

Wnioski wynikające z globalnego kryzysu finansowego wskazują, że:

– wobec potrzeb utrzymania i pobudzenia koniunktury gospodarczej zagrożona została niezależność funkcjonalna i w pewnym zakresie blisko z nią powiązana niezależność instytucjonalna banków centralnych,

– o istnieniu autonomii polityki monetarnej banków centralnych decyduje niezależność funkcjonalna,

– inne formy niezależności banku centralnego wspomagają utrzymanie niezależności funkcjonalnej, w niewielkim stopniu decydując o jego pełnej autonomii.

Globalny kryzys finansowy pokazał, że ważnym wsparciem niezależności funkcjonalnej banku centralnego jest niezależność instytucjonalna. Niezależność ta oznacza, że banki centralne jako instytucje państwowe realizujące zadania władzy publicznej w sferze finansowej zachowują pełne prawo w ustalaniu celów i instrumentów polityki monetarnej, a żadna instytucja, w tym rząd czy parlament, nie może nakazać im innego postępowania. W warunkach globalnego kryzysu finansowego niezależność instytucjonalna w szczególności w tych państwach, w których silna była niezależność prawna banku centralnego, a zatem tam, gdzie występowały jej gwarancje w aktach prawnych najwyższej rangi (konstytucja, ustawa prawo bankowe, traktat itp.), utrudniała przełamanie niezależności funkcjonalnej. Banki centralne wobec narastających problemów instytucji finansowych, w tym głównie kredytowych, miały bowiem poważne problemy z wykonywaniem funkcji kredytodawcy ostatniej instancji, a zatem wspomaganie sektora bankowego dodatkową emisją pieniądza żyrowego. Stosowały jedynie nadzwyczajne instrumenty wspomagające najpierw krótkoterminową, a potem długoterminową płynność rynku międzybankowego, naruszając niekiedy zasady kształtowania podaży pieniądza w gospodarce, ale nie finansowały bezpośrednio potrzeb banków zagrożonych upadłością. Dlatego też funkcję kredytodawcy ostatniej instancji przejęły rządy, zasilając te instytucje finansowe pieniądzem publicznym w tzw. programach stabilizacyjnych. Doraźnie zatem władza publiczna przejęła realizację celów znajdujących się w kompetencjach banków centralnych. Trudno więc wprost w działaniach tych upatrywać złamania zasad niezależności banków centralnych.

Niezależność banków centralnych zagrożona została natomiast pośrednio i dotyczy długiego okresu. Banki centralne bowiem w czasie zwiększyły ilość pieniądza w obiegu, skupując niezajdujące pokrycia w pieniądzu gotówkowym różne papiery wartościowe, w tym głównie rządowe.

W gospodarce światowej dotkniętej globalnym kryzysem finansowym powstały więc dwa poważne autonomiczne, wzajemnie z sobą powiązane źródła kreacji pieniądza. Najpierw rządowe wynikające z narastającego długu publicz-

nego, a potem bankowe w postaci tzw. rozluźnienia ilościowego, będące odpowiedzią na potrzeby powstałego zadłużenia gospodarki światowej. Konsekwencją niekontrolowanej przez banki centralne podaży pieniądza jest wysoka i nie zawsze przewidywalna zmienność wszystkich parametrów rynku finansowego zagrażająca trwale stabilności walutowej w skali globalnej. Docelowo będzie ona wymagać odpowiednio dozowanej restrykcyjnej polityki monetarnej chłodzącej wzrost gospodarczy w skali międzynarodowej.

Złamanie funkcjonalnej niezależności banków centralnych w okresie globalnego kryzysu finansowego zamierza się likwidować, przywracając wzmożoną dyscyplinę regulacyjną sektora bankowego. Powstaje jednak pytanie, czy podejmowane działania przywrócą niezależność banków centralnych i w jakim stopniu będzie ona instrumentem większej skuteczności ich polityki monetarnej. Wydaje się, że zamach na niezależność funkcjonalną banków centralnych współczesnej gospodarki globalnej pokazuje kolejny raz, że niezależności banku centralnego nie mogą zagwarantować żadne, nawet najbardziej rygorystyczne regulacje prawne. W istocie swej sięga ona bowiem zdolności banków centralnych do przeciwstawienia się dyskrejonálnym potrzebom polityki finansowej państwa.

Globalny kryzys finansowy można jednak potraktować jak odbicie w „krzywym zwierciadle”. Niezależne banki centralne w okresie poważnych problemów inflacyjnych zdały bowiem swój egzamin. Pokazały, że skutecznie stabilizować poziom cen w gospodarce można jedynie wtedy, gdy ich niezależność w każdym zakresie jest wysoka. Tylko bowiem w takich okolicznościach sterowanie podażą pieniądza i stóp procentowych przybliży je do osiągnięcia założonego celu inflacyjnego.

Globalny kryzys finansowy zwrócił też uwagę na znaczenie czynników ekonomicznych w kształtowaniu niezależności funkcjonalnej banku centralnego. Niezależność ta okazała się tym silniejsza, im lepsze były makroekonomiczne warunki gospodarcze kraju, niższy poziom deficytu budżetowego i długu publicznego, jak też swoboda kształtowania kursu walutowego.

Źródłem złamania niezależności funkcjonalnej banków centralnych gospodarki globalnej w okresie międzynarodowego kryzysu finansowego okazała się jej otwartość na swobodny przepływ zasobów pieniężnych i kapitałowych. Spowodowała ona wysokie narażenie tej gospodarki na ryzyko systemowe. Wiadomo bowiem, że polityka monetarna banku centralnego jest tym bardziej autonomiczna, im bardziej płynny jest kurs walutowy i bardziej elastyczne są krajowe oraz zagraniczne aktywa finansowe, ale jednocześnie im wyższa jest skuteczność kontroli przepływów pieniężnych i kapitałowych w gospodarce⁵. Gospodarka glo-

⁵ I. Pyka, *Bank centralny na współczesnym rynku pieniężnym*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 110.

balna opiera się na wysokiej swobodzie tych przepływów, a to jest równoznaczne z coraz mniejszą niezależnością polityki monetarnej. Relacje te potwierdził globalny kryzys finansowy.

3. Skala i charakter instrumentów zagrażających niezależności funkcjonalnej banków centralnych w okresie globalnego kryzysu finansowego

Globalny kryzys finansowy rozwijał się w gospodarce światowej etapowo. Pierwsza jego faza obejmowała okres od sierpnia 2007 r. do lutego 2008 r., druga faza od marca 2008 r. do września 2009 r., a trzecia od września 2009 r. do końca 2010 r. Rok 2011 charakteryzuje się wchodzeniem gospodarki światowej na ścieżkę wzrostu gospodarczego, stąd nie zalicza się go do okresu globalnego kryzysu finansowego. Należy jednak mieć na uwadze, że rok ten odgrywać będzie ważną rolę w eskalacji skutków niezrównoważenia monetarnego gospodarki globalnej. W szczególności należy oczekiwać znacznego wzrostu poziomu inflacji we wszystkich państwach dotkniętych globalnym kryzysem finansowym. Już w 2010 r. można było zauważyć wyhamowanie w wielu państwach gospodarki światowej procesów dezinflacyjnych, a w niektórych nawet niebezpiecznej dla wzrostu gospodarczego deflacji. Z dotychczasowych doświadczeń wynika też, że niezależność funkcjonalna w większym stopniu będzie zagrożona w państwach z systemem stałego kursu walutowego (przykładem są tu państwa Europy Środkowo-Wschodniej, nadbałtyckie czy Bułgaria), w mniejszym stopniu zaś w tych z systemem płynnego kursu walutowego⁶. Pomimo to w projekcji inflacji przewiduje się dalszy wzrost jej poziomu we wszystkich państwach gospodarki światowej. W Unii Europejskiej zakłada się, że ogólna inflacja HICP w 2011 r. będzie się kształtowała w przedziale 1,3–2,3%⁷. Wzrost inflacji nastąpi też w Chinach. Silna presja inflacyjna w tym państwie w 2010 r. spowodowała, że bank centralny Chin zmienił cel polityki monetarnej z pobudzania wzrostu gospodarczego na walkę z inflacją. Uruchomił też restrykcyjne instrumenty regulacji podaży pieniądza. Zwiększył stopę rezerwy obowiązkowej, bazowe stopy procentowe i wprowadził wiele instrumentów natury administracyjnej w celu zahamowania procesów inflacyjnych. Podobnie wygląda sytuacja w Korei, a także i innych państwach azjatyckich⁸. Nasilenie się presji inflacyjnej widoczne jest w USA. Wzrost inflacji został odnotowany w większości państw wysoko rozwiniętych.

⁶ Biuletyn Miesięczny, EBC, 2010, nr 12, s. 15.

⁷ *Ibidem*, s. 90.

⁸ *Ibidem*, s. 16–17.

Jest ona jednak znacznie wyższa tam, gdzie gorsze są standardy rozwoju społeczno-ekonomicznego kraju.

Wysokie oczekiwania inflacyjne docelowo oznaczają konieczność chłodzenia gospodarki światowej, którą władza publiczna poprzez ekspansywną politykę monetarną, szczególnie w ostatniej fazie globalnego kryzysu finansowego, silnie pobudzała. Złamanie niezależności funkcjonalnej banków centralnych spowodowane globalnym kryzysem finansowym skutkuje więc długoterminowo. Nie widać też skutecznej metody w pokonywaniu barier *exit strategy*.

W takich okolicznościach można zgodzić się z upowszechnianym poglądem J.E. Stiglitz'a, że powódź pieniędzy uruchomiona przez największe banki centralne FED i EBC zamiast pomagać w odbudowaniu gospodarki globalnej, wpędza świat w chaos⁹.

Zagrożenia wynikające z ogromnej nierównowagi pieniężnej gospodarki światowej, spowodowanej dyskrecjonalną polityką monetarną banków centralnych nie zawsze jednak były efektem przekraczania barier niezależności banku centralnego. Często wynikały z lawinowo narastających problemów gospodarczych, których rozwiązywanie w krótkim okresie było możliwe jedynie poprzez zastosowanie instrumentów pieniężnych władzy publicznej. Znacznie bardziej niepokojącym zjawiskiem jest brak jasnej koncepcji ładu pieniężnego w okresie wychodzenia z globalnego kryzysu finansowego. Instytucje *safety net* nie mają zdecydowanej wizji tego procesu, a wzrost dyscypliny regulacyjnej w sektorze bankowym z mocno rozbudowaną siecią regulacji ostrożnościowych nie jest równoznaczny z bezpieczeństwem i stabilnością finansową gospodarki globalnej.

Analizując działania banków centralnych z perspektywy kolejnych faz rozwoju globalnego kryzysu finansowego, można dostrzec, że stosowane przez te instytucje instrumenty regulacyjne odpowiadały bieżącej ocenie stanu „pacjenta”. Zabrakło natomiast pełnej diagnostyki przyczyn choroby i ostatecznych jej konsekwencji.

W pierwszej fazie kryzysu globalnego banki centralne, pomimo symptomów poważnego nasilania się zjawisk kryzysogennych w państwach gospodarki światowej, stosowały działania standardowe, polegające na zapewnieniu bankom komercyjnym dostępu do płynności krótkoterminowej i zahamowania wzrostu stóp procentowych na rynku międzybankowym. W tym celu najczęściej wykorzystywały:

- zwiększoną pulę środków w OOR,
- dostarczanie płynności w walutach obcych,
- obniżkę stóp procentowych,
- rozszerzanie dostępu do operacji z bankiem centralnym,
- rozszerzenie zakresu akceptowalnych zabezpieczeń.

⁹ „Puls Biznesu”, www.pb.pl, 6.10.2010.

Zastosowane instrumenty regulacyjne nie naruszały niezależności ich polityki monetarnej. Leczyły „lekkie przeziębienie pacjenta” oczekując, że choroba szybko minie. Tymczasem postawiona diagnoza okazała się błędna. Zjawiska kryzysogenne wyraźnie nasiliły się, przyjmując nieoczekiwane rozmiary epidemii. Pytanie, na które do dziś nie ma odpowiedzi, to: dlaczego tak się stało? Rozbudowane bezpieczeństwo instytucjonalne współczesnych banków centralnych oparte nie tylko na ich niezależności, ale i wiarygodności, przejrzystości, zaufaniu publicznym czy dobrych praktykach okazało się niewystarczające w zachowaniu bezpieczeństwa finansowego gospodarki globalnej. W sektorze bankowym nie można było określić rozmiaru strat spowodowanych niezdrowymi aktywami finansowymi. Do dziś znane są publicznie jedynie szacunki poniesionych strat. Informacje o ich wielkości są niepełne i nie zawsze wiarygodne. Odnosi się wrażenie, że banki centralne takiej informacji nie posiadają lub też nie chcą jej upowszechnić.

W drugiej fazie globalnego kryzysu finansowego, a zatem w sytuacji wyraźnego nasilania się „choroby”, banki centralne zastosowały niestandardowe instrumenty regulacyjne skierowane na zapewnienie płynności finansowej w sektorze bankowym na dłuższe terminy. W tym celu wykorzystywały:

- operacje otwartego rynku na dłuższy termin,
- dalsze rozszerzenie zakresu akceptowalnych zabezpieczeń,
- dalsze rozszerzenie grona uczestników operacji otwartego rynku,
- swapy papierów wartościowych,
- kontynuowanie obniżek stóp procentowych.

Naruszenie zakresu akceptowanych zabezpieczeń czy rozszerzenie grona uczestników operacji otwartego rynku świadczyło o poważnych problemach związanych z dostarczaniem przez sektor bankowy płynności podmiotom gospodarczym. Można więc było oczekiwać, że niezależność polityki monetarnej zostanie złamana, tym bardziej że pierwsze oznaki jej naruszenia pojawiły się już w 2007 r. w USA. FED od grudnia 2007 r. w ramach tzw. programu TAF sięgnął po szerszy zestaw zabezpieczeń niż standardowe operacje otwartego rynku i rozszerzył grono ich uczestników. W marcu 2008 r. natomiast w ramach Term Securities Lending Facility (TSLF) pojawił się specjalny program dla dealerów amerykańskiego rynku pieniężnego. Program ten, zwany Primary Dealer Credit Facility (PDCF), wiązał się z możliwością przyznawania im kredytów *overnight*.

Podobne działania podjęły też inne banki centralne. Europejski Bank Centralny w październiku i listopadzie 2008 r. wprowadził zmiany w wymogach dotyczących kwalifikowanych zabezpieczeń. Poprzez złagodzenie wymogu dotyczącego ratingu kredytowego z „A-” do „BBB-” (wyjątek stanowiły ABS-y) i rozszerzenie tej listy o inne zabezpieczenia, takie jak certyfikaty depozytowe

czy zbywalne instrumenty dłużne denominowane w USD, GBP i JPY przejął wysokie ryzyko kredytowe z nich wynikające.

Zmiany zabezpieczeń w operacjach otwartego rynku w październiku 2008 r. wprowadził bank centralny Wielkiej Brytanii. Uczynił to poprzez rozszerzenie okna dyskontowego (Discount Window Facility), udzielając pożyczek instytucjom kredytowym pod szerszy zestaw zabezpieczeń. Do listy przyjmowanych zabezpieczeń dołączył niektóre ABS-y i ABCP-y. Zdecydował się tym samym na poprawę płynności w instytucjach kredytowych posiadających w portfelu zarżone aktywa finansowe.

Nieco później, ale w znacznie szerszym zakresie, listę akceptowalnych zabezpieczeń rozszerzył bank centralny Japonii. W styczniu 2009 r. dodał do niej obligacje przedsiębiorstw, papiery komercyjne, weksle, umowy kredytowe, obligacje denominowane w walucie zagranicznej, ratując trudną sytuację płynnościową na rynku bankowym.

Prawdziwa lawina programów związanych z rozluźnieniem ilościowym pojawiła się w bankach centralnych w trzecim etapie globalnego kryzysu gospodarczego. Wobec poważnych problemów recesyjnych gospodarki światowej wiele banków centralnych rozpoczęło szeroko zakrojoną akcję dostarczenia pieniądza gotówkowego do gospodarki, skupując papiery wartościowe o różnym charakterze. Aktywizacja kredytowania gospodarki przez banki centralne dotyczyła:

- wykupu papierów dłużnych przedsiębiorstw,
- zakupu obligacji emitowanych przez banki,
- zakupu obligacji rządowych,
- zakupu akcji przedsiębiorstw posiadanych przez banki.

Banki centralne złamały tym samym swą niezależność funkcjonalną, uginając się pod ciężarem dyskrejonalnych potrzeb gospodarki związanych z potrzebą stymulacji za wszelką cenę popytu globalnego. Monetyzacja tego długu nie była już bowiem zwykłym ratowaniem płynności sektora bankowego, do której były zobligowane. Banki centralne rozpoczęły bezpośrednie finansowanie podmiotów gospodarczych, nie zwracając uwagi na konsekwencje osłabienia wartości pieniądza w wyniku złamania zasad regulacji podaży pieniądza.

FED pierwszy raz akcję wsparcia płynności na rynku papierów komercyjnych rozpoczął we wrześniu 2008 r. w ramach programu Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility (AMLF). Program ten był ukierunkowany na pożyczki dla instytucji depozytowych, wspierając zakup wysokiej jakości ABCP od kwalifikowanych funduszy rynku pieniężnego. Tym samym usprawnił funkcjonowanie rynku asset-backed commercial paper (ABCP), który pod wpływem kryzysu subprime stracił całkowicie swą płynność.

FED wprowadził jednak w okresie trwania globalnego kryzysu finansowego kilka programów związanych z tzw. rozluźnieniem ilościowym. Zalicza się do nich:

- Commercial Paper Funding Facility (CPFF) – październik 2008 r.,
- Money Market Investor Funding Facility (MMIFF) – październik 2008 r.,
- Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) – listopad 2008 r.

W ramach programu CPFF FED wyraził zgodę na nabywanie 3-miesięcznych papierów komercyjnych z wysokim ratingiem inwestycyjnym bezpośrednio od emitentów. Program miał zapewnione finansowanie przez Federal Reserve Bank of New York. MMIFF zapewniał finansowe wsparcie dla pięciu prywatnych spółek celowych (SPV) w wysokości maksymalnej pożyczki do 540 mld dolarów przeznaczonej na zakup: certyfikatów depozytowych, dłużnych papierów bankowych oraz komercyjnych papierów wartościowych. TALF okazał się programem kredytowym wspierającym pożyczki dla inwestorów posiadających ABS-y z wysokim ratingiem inwestycyjnym o terminie zapadalności do pięciu lat.

W maju 2009 r. również Europejski Bank Centralny przyjął Covered Bonds Purchase Program (CBPP), w którego ramach zobowiązał się do bezwarunkowego wykupu listów zastawnych na rynku pierwotnym z limitem wykupu do 60 mld euro.

Podobne programy od 2009 r. wprowadziły banki centralne wielu państw gospodarki światowej (m.in. Japonia, Wielka Brytania, Kanada, Szwajcaria). Rozpoczął się tym samym niekontrolowany proces emisji walut, w którego wyniku banki centralne jako instytucje *safety net* zapomniały niejako o konsekwencjach w postaci niestabilności cenowej gospodarki światowej.

Skutki globalnego kryzysu finansowego znalazły swe poważne odbicie w sektorze finansów publicznych. Wprowadzone przez władzę publiczną programy stabilizacyjne czy tzw. pakiety pomocowe spowodowały lawinowe narastanie deficytów budżetowych (por. tabela 1).

Ich bezpośrednią konsekwencją stał się nieoczekiwany przyrost długu publicznego w wielu państwach gospodarki światowej. W tabeli 2 pokazano jego wysokość w 2009 r. w wybranych państwach gospodarki światowej. Rozmiar tego długu rodzi poważne obawy o środki jego pokrycia. Dlatego też aby nie zwiększać napięcia braku równowagi monetarnej, zarówno FED, jak i EBC, a zatem dwa największe banki centralne, zapowiedziały utrzymanie polityki rozluźnienia ilościowego. Wobec narastającego zadłużenia strefy euro prezes EBC Jean-Claude Trichet stanął na stanowisku rozszerzenia skupu obligacji państw strefy euro. Od maja 2010 r. wydał na ten cel ponad 72 mld euro.

Obecnie EBC posiada 17% obligacji wyemitowanych przez Grecję, Irlandię i Portugalię. Finansuje zatem potrzeby niezrównoważonych budżetów strefy euro, co przeczy wszelkim zasadom niezależności EBC.

Tabela 1. Prognozowane deficyty finansowe największych krajów (jako % PKB)

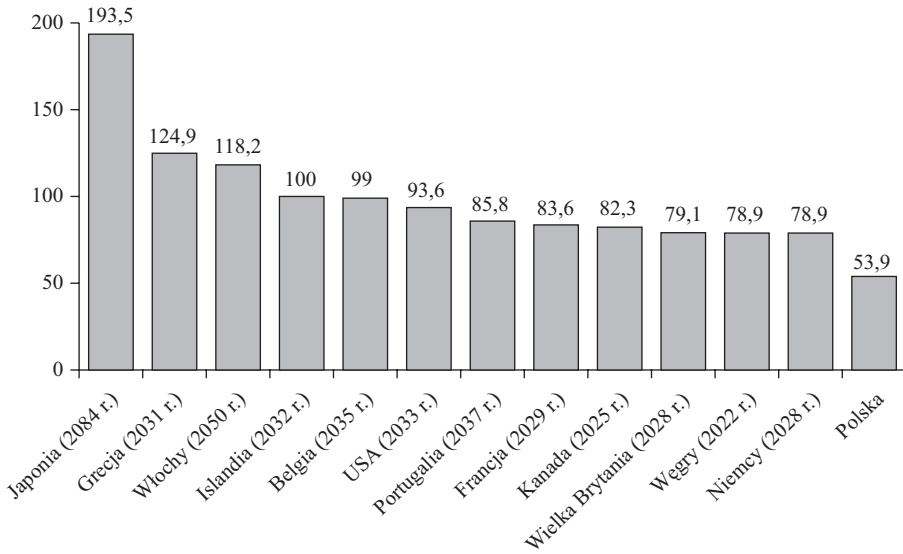
Wyszczególnienie	Deficyt finansowy			Deficyt strukturalny			Całkowity dług publiczny		
	2007	2010	2011	2007	2010	2011	2007	2010	2011
Austria	-0,7	-5,5	-5,8	-1,4	-3,3	-3,6	62	78	82
Francja	-2,7	-8,6	-8,0	-3,5	-6,8	-6,3	70	92	99
Niemcy	0,2	-5,3	-4,6	-0,8	-4,0	-3,7	65	82	85
Grecja	-4,0	-9,8	-10,0	-4,5	-6,9	-6,8	104	123	130
Irlandia	0,2	-12,2	-11,6	-1,3	-9,0	-9,0	28	81	93
Włochy	-1,5	-5,4	-5,1	-2,2	-2,6	-2,8	112	127	130
Japonia	-2,5	-8,2	-9,4	-3,4	-7,4	-9,0	167	197	204
Holandia	0,2	-5,9	-5,3	-0,6	-3,6	-3,1	52	77	82
Portugalia	-2,7	-7,6	-7,8	-2,8	-6,1	-6,8	71	91	97
Hiszpania	1,9	-8,5	-7,7	1,6	-5,2	-4,5	42	68	74
Wielka Brytania	-2,7	-13,3	-12,5	-3,4	-10,5	-9,9	47	83	94
USA	-2,8	-10,7	-9,4	-3,1	-9,2	-8,2	62	92	100
Azja	0,1	-3,5	-3,6	-	-	-	37	40	41
Europa Centralna	3,7	-4,4	-3,9	-	-	-	23	28	29
Ameryka Łacińska	-1,5	-2,4	-2,0	-	-	-	41	37	35

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW i OECD.

Tabela 2. Dług publiczny w wybranych państwach gospodarki światowej w 2009 r.

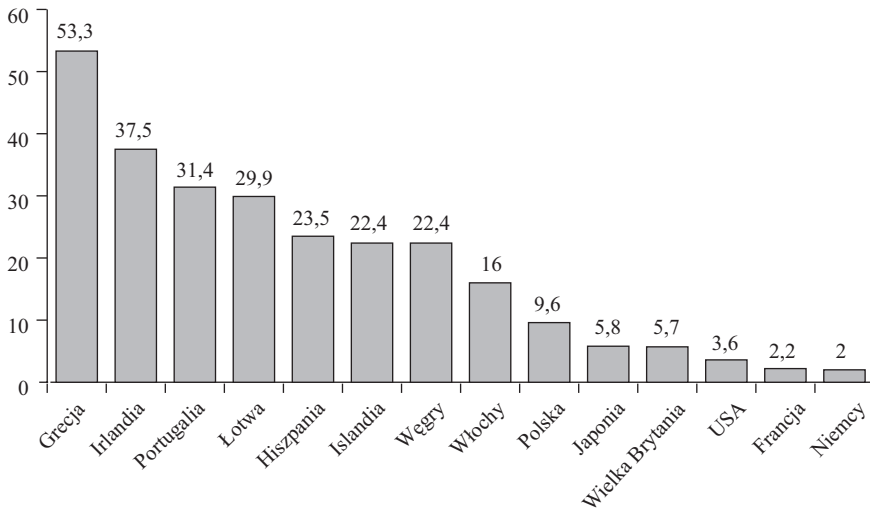
Państwo	Dług publiczny (w %)
Japonia	196
Grecja	128
Islandia	126
Włochy	116
Niemcy	73
Irlandia	65
Austria	68
Kanada	82
Belgia	96
Polska	51
Węgry	78
Wielka Brytania	68
Szwecja	41

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Europejskiego Banku Centralnego.



Rys. 1. Najwięksi dłużnicy świata (poziom długi publiczny prognozowany na koniec 2010 r. w % PKB)

Źródło: International Institute for Management Development, Komisja Europejska, MFW.



Rys. 2. Prawdopodobieństwo bankructwa wybranych państw (w %, dane dotyczą IV kwartału 2010 r.)

Źródło: www.cmavision.com/market-data.

Z drugiej jednak strony tylko EBC może przeprowadzać takie operacje, gdyż ich skala przekracza możliwości jakiegokolwiek innej instytucji w strefie euro. Problem wydaje się zatem nie znajdować właściwego rozwiązania.

Analiza rys. 1 wskazuje na długoterminową skalę zjawiska. Konsolidacja finansowa w przypadku niektórych państw przewidywana jest w tak odległych terminach, że trudno oczekiwać zrównoważenia monetarnego gospodarki globalnej.

Poważnie należy także traktować obawy o kolejne bankructwa państw nieznajdujących pokrycia swego długoterminowego zadłużenia (por. rys. 2). Trudno bowiem określić, jaka jest wola, skłonność, ale też zdolność rządów – zmieniających się w czasie – do realizacji programów naprawczych finansów publicznych. Tymczasem to właśnie one będą ostatecznie decydować, jaka będzie polityka monetarna – ekspansywna czy restrykcyjna, przy poszanowaniu reguł czy dyskrecjonalna. Niezależność polityki monetarnej banków centralnych można zatem potraktować jako zmienną od tego zależną.

Literatura

- Baka W., *Niezależność i odpowiedzialność banku centralnego*, „Prawo Bankowe” 2002, nr 5.
- Biuletyn Miesięczny, EBC, 2010, nr 12.
- Encyklopedia powszechna*, PWN, Warszawa 1984.
- „Puls Biznesu”, www.pb.pl, 6.10.2010.
- Pyka I., *Bank centralny na współczesnym rynku pieniężnym*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Sotomska-Krzysztofik P., Szczypińska O., *Polityka informacyjna banków centralnych jako instrument wspierania stabilności systemu finansowego*, „Materiały i Studia” 2006, NBP, z. 200.
- Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M., *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, „Materiały i Studia” 2004, NBP, z. 179.

The Independence of the Central Bank in the Perspective of the Global Financial Crisis

The article assesses the capacity of central banks to maintain their independence in the period of global financial crisis and in the perspective of “exit strategy”. The global crisis has shown that in the period of recession and in the conditions of financial instability the maintenance of central banks’ independence is hardly possible. In particular, the central bank’s functional autonomy has been jeopardised. The restoration of this independence will be conditioned by the implementation of public finance improvement programmes.

Irena Pyka – doktor habilitowany, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Wydział Finansów i Ubezpieczeń, Katedra Bankowości i Rynków Finansowych.

Zainteresowania naukowo-badawcze: bankowość, instrumenty rynku pieniężnego i kapitałowego.

e-mail: irena.pyka@ue.katowice.pl