Anna Matysek-Jędrych
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

BANK CENTRALNY A STABILNOŚĆ FINANSOWA – WYBRANE TEORETYCZNE I PRAKTYCZNE DYLEMATY WSPÓŁCZESNYCH FINANSÓW

Wstęp

Kryzys finansowy zapoczątkowany w sierpniu 2007 r. na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych o obniżonej jakości (tzw. *subprime crisis*) całkowicie zmienił spojrzenie na rolę i znaczenie współczesnych banków centralnych w procesie stabilizowania systemu finansowego. W praktyce większości banków centralnych w krajach wysoko rozwiniętych nastąpiło, wymuszone sytuacją na rynku i oczekiwaniami formułowanymi przez uczestników tego rynku, przesunięcie akcentu w zakresie realizowanej polityki. Nie sposób jednak nie dostrzec dylematów, które stawia przed bankiem centralnym akceptacja potencjalnego zadania stabilizowania systemu finansowego. Dylematy te można utożsamiać z dysonansem między tym, co narodowe banki centralne chciałyby osiągnąć w zakresie stabilności systemu finansowego i czego oczekują od nich podmioty funkcjonujące na rynku finansowym, a tym, co faktycznie banki mogą zrealizować w globalnej, wielowalutowej gospodarce.

W kontekście wspomnianych dylematów należy w szczególności zadać pytania:

- czy bank centralny dysponuje instrumentami, których wykorzystanie pozwoli na skuteczne stabilizowanie systemu finansowego?
- czy bank centralny dysponuje informacjami niezbędnymi w procesie stabilizowania systemu finansowego?
- czy bank centralny może przyjąć całkowitą odpowiedzialność za stabilność systemu finansowego, jak odpowiedzialność ta wpłynie na realizację podstawowego celu większości banków centralnych, jakim jest stabilny poziom cen?

Ograniczone ramy artykułu zmuszają do wyboru tylko kilku wątków z całego, bardzo obszernego zagadnienia związków między polityką banku centralnego a stabilnością finansową. Celem niniejszego artykułu jest identyfikacja i ocena najważniejszych teoretycznych i praktycznych dylematów stabilizowania systemu finansowego przez bank centralny, które niewątpliwie będą stanowiły podstawę instytucjonalnych reform bankowości centralnej i finansowej sieci bezpieczeństwa. Artykuł składa się z wstępu, czterech punktów i zakończenia. W pierwszym punkcie omówiono istotę stabilizowania systemu finansowego przez bank centralny. W drugim zdiagnozowano kluczowe teoretyczne argumenty za i przeciw stabilizowaniu systemu finansowego przez bank centralny. Trzeci poświęcono dylematowi stabilizowania cen aktywów finansowych przez banki centralne. W czwartym punkcie dokonano krótkiej analizy i oceny kryzysu zapoczątkowanego w 2007 r. w kontekście nowych praktycznych dylematów stojących przed bankami centralnymi w ramach stabilizowania systemu finansowego.

1. Istota stabilizowania systemu finansowego przez bank centralny

Stabilizowanie systemu finansowego obejmuje wszelkie działania banku centralnego, których celem jest zapewnienie stabilności tego systemu. W szczególności zadaniem działań stabilizacyjnych banku centralnego jest więc przeciwdziałanie powstawaniu (wymiar zapobiegawczy) oraz łagodzenie skutków (wymiar naprawczy) niestabilności systemu finansowego. Problem formułowania i realizacji tak określonych działań stabilizacyjnych banku centralnego jest wysoce skomplikowany. Wynika to m.in. ze złożoności współczesnego systemu finansowego, dynamicznie zachodzących w nim przeobrażeń oraz z wielości zmiennych, które potencjalnie mogą wpływać na jego niestabilność (Matysek-Jędrych 2008a).

Kluczowe znaczenie w procesie stabilizowania systemu finansowego ma samo rozumienie pojęcia stabilność finansowa. Na podstawie przeprowadzonych badań literaturowych, dokonując próby syntezy proponowanych ujęć, trzeba wskazać najważniejsze części składowe definicji stabilności systemu finansowego. Z jednej strony wyróżnione części składowe sygnalizowane są w modelowych podejściach do problematyki stabilności systemu finansowego (Matysek-Jędrych 2008b). Z drugiej natomiast strony wystąpienie nieprawidłowości w tych elementach może stanowić i stanowi podstawowy sygnał wczesnego ostrzegania[1]. Najważniejsze składowe stabilności systemu finansowego stanowią:

[1] Wniosków takich dostarcza m.in. badanie publikacji o charakterze raportów stabilności finansowej, publikowanych systematycznie przez banki centralne. Jednocześnie warto podkreślić, że o ile elementy te stanowią sygnały wczesnego ostrzegania (a zatem powinny być poddawane ciągłemu analizowaniu), o tyle nie należy ograniczać badania stabilności wyłącznie do wskazanych elementów oraz nie powinno się automatycznie traktować zakłócenia w którymś z elementów jako niestabilności finansowej.

- zrównoważone otoczenie systemu finansowego (w szczególności warunki makroekonomiczne)[2],
- trwałe i płynne oraz sprawne funkcjonowanie instytucji i rynków finansowych,
- wysoki stopień zaufania społecznego do systemu finansowego i pieniądza,
- stabilne kształtowanie się cen na rynku finansowym.

Powyższe sformułowanie stabilności systemu finansowego może budzić zastrzeżenia w odniesieniu do dwóch elementów. Po pierwsze należy podkreślić konieczność rozróżnienia instytucji finansowych, których trwałość i płynność funkcjonowania ma wpływ na stabilność systemu. Istnieją bowiem przesłanki o charakterze teoretycznym i empirycznym, na podstawie których należy uznać banki za instytucje, których funkcjonowanie jest szczególnie istotne z punktu widzenia stabilności finansowej (Corrigan 1982, Crockett 1997, Bossone 2000, Benston 2004, Olson 2006). Ponadto nie należy traktować jako przejawu niestabilności finansowej zakłóceń w funkcjonowaniu pojedynczych instytucji finansowych, wynikających z prawidłowego działania mechanizmu rynkowego, o ile jednak instytucja ta nie jest „zbyt dużą, żeby upaść" lub też według najnowszej doktryny „zbyt złożoną, by upaść" – *too complex to fail* (Soussa 2000, Herring 2002, Stern, Feldman 2004, Ennis, Malek 2005).

Drugim elementem stabilności systemu finansowego, który wymaga szerszego wyjaśnienia, jest warunek stabilnego kształtowania się cen na rynku finansowym. Ceny na rynku finansowym uznajemy za stabilne tak długo, jak długo ich zmiany, kierunek i siła odzwierciedlają zmiany w wielkościach fundamentalnych (Crockett 1997, s. 11-12). Niezmienność cen na rynku finansowym nie jest zatem warunkiem stabilności systemu finansowego. Warto podkreślić, że uznanie stabilności cen aktywów za element stabilności finansowej wywołuje najwięcej kontrowersji.

Wydaje się, że w obliczu braku konsensusu odnośnie do rozumienia stabilności finansowej, niemożności operacjonalizacji proponowanych w literaturze przedmiotu definicji pojęcia oraz braku jednolitych ram analitycznych, prezentowane ujęcie problematyki stabilności systemu finansowego pozwala w możliwie syntetyczny i jednocześnie przejrzysty sposób odpowiedzieć na pytanie, jak rozumieć stabilność finansową. Należy jednocześnie podkreślić, że stabilność finansowa nie ma charakteru statycznego, dlatego zaletą proponowanego ujęcia stabilności jest możliwość dodania nowych elementów warunkujących stabilność finansową.

Stabilizowanie systemu finansowego przez bank centralny należy zatem utożsamiać z celowymi działaniami banku centralnego, których skutki są

[2] Stabilne otoczenie systemu finansowego jest pojęciem bardzo szerokim, obejmującym zarówno otoczenie ekonomiczne, jak i prawne, społeczne czy polityczne. Autorka podkreśla stabilność otoczenia systemu finansowego jako warunek konieczny stabilności finansowej, jednak z uwagi na przedmiot badań (system finansowy i jego stabilizowanie) w dalszej części artykułu czynnik ten będzie uwzględniony w wymiarze ogólnym.

widoczne w jednym ze zidentyfikowanych elementów decydujących o stabilności systemu finansowego. Jednocześnie należy podkreślić, że jest to bardzo szerokie rozumienie działań stabilizacyjnych banku centralnego i w praktyce występuje nierównomierne zaangażowanie banku centralnego w kształtowanie poszczególnych elementów stabilności finansowej. Również w toczącej się dyskusji ekonomistów, polityków i bankierów centralnych na temat udziału banku centralnego w stabilizowaniu systemu finansowego można dostrzec niesymetryczne rozłożenie akcentów na poszczególne wątki. Dlatego także w niniejszym artykule najwięcej uwagi poświęcono najbardziej kontrowersyjnym zagadnieniom.

2. Argumenty za i przeciw stabilizowaniu systemu finansowego przez bank centralny

Bank centralny jest instytucją, która wyznacza i realizuje politykę pieniężną. Coraz częściej jednak wysuwany jest argument, że również stabilność finansowa jest lub powinna być, oprócz stabilności cen, celem działań banku centralnego (BIS 1997, s. 140-160; Mishkin 2000, s. 10-13; Schinasi 2003; Ferguson 2004). Icard (2003, s. 228) pisze nawet o „bliźniaczych celach" banku centralnego: stabilności cen i stabilności finansowej[3].

Prezentowane w literaturze poglądy na temat konieczności zaangażowania banku centralnego w proces stabilizowania systemu finansowego są skrajnie odmienne. Bank centralny ma szeroki wybór możliwości – od całkowitego zanegowania celu stabilności finansowej i przyjęcia jako jedynego celu stabilności cen do zaakceptowania celu stabilności finansowej i reagowania na sygnały o zagrożeniu tej stabilności nawet kosztem krótkookresowych zmian w realizacji celu stabilności cen. Teoretycznych podstaw do wyboru dwóch wskazanych podejść dostarczyli odpowiednio Svensson (2003) („ścisły reżim celu inflacyjnego", *strict inflation targeting regime*) oraz Borio i Lowe (2002) (aktywne, wyprzedzające, *activist, preemptive approach*)[4].

Związek między działaniami banku centralnego a stabilnością finansową wydaje się zatem wysoce skomplikowany i warunkowany wieloma czynnikami. W tym kontekście podstawowe teoretyczne dylematy stabilizowania systemu finansowego przez bank centralny można ujmować jako (tabela 1):

[3] Takie określenie wskazywałoby na silne wzajemne uwarunkowanie stabilności finansowej i stabilności cen oraz możliwość wykorzystywania tych samych instrumentów polityki banku centralnego w realizacji tak sformułowanej wiązki celów.

[4] Pogląd ten wydaje się przeważać w publikacjach takich opiniotwórczych czasopism, jak *The Economist*.

Tabela 1. Argumenty za i przeciw stabilizowaniu systemu finansowego przez bank centralny

Płaszczyzna	Argumenty za stabilizowaniem systemu finansowego przez bank centralny	Argumenty przeciwko stabilizowaniu systemu finansowego przez bank centralny
Realizacja podstawowego celu banku centralnego	Stabilność systemu finansowego jest warunkiem powodzenia działań banku centralnego w zakresie polityki pieniężnej	Stabilizowanie systemu finansowego przez bank centralny jest zagrożeniem dla realizacji podstawowego celu banku centralnego. Względy ekonomii politycznej utrudniają pozyskanie akceptacji dla działań stabilizacyjnych banku centralnego
Ujęcie funkcjonalne	Bank centralny jest jedyną instytucją mogącą dostarczyć prawny środek płatniczy oraz ostateczną płynność dla gospodarki w terminach i kwotach wymaganych z punktu widzenia sytuacji kryzysowej. Pierwotnym celem banku centralnego była dbałość o stabilne i płynne funkcjonowanie systemu finansowego i płatniczego. Bank centralny jest odpowiedzialny za sprawne i płynne funkcjonowanie systemu płatniczego i rozliczeniowego	Realizacja funkcji banku centralnego powinna być podporządkowana wyłącznie osiągnięciu celu podstawowego banku (jakim dla większości banków na świecie jest stabilny poziom cen)
Ujęcie operacyjne	Jeden ośrodek decyzyjny i brak procedury parlamentarnej zwiększa skuteczność działań stabilizacyjnych. Krótkie opóźnienia wewnętrzne polityki sprzyjają podejmowaniu niezbędnych działań stabilizacyjnych w terminie	Zwiększenie celów banku centralnego nie jest związane z rosnącą ilością narzędzi (tzw. reguła Tinbergena). W przypadku uznania stabilności finansowej za cel banku centralnego należy przyporządkować określone narzędzia realizacji tego celu (tzw. reguła Mundella). Stabilność systemu finansowego nie spełnia podstawowych cech, jakie powinien spełniać cel banku centralnego

Źródło: opracowanie własne.

– związki między polityką pieniężną a stabilnością finansową (w jakim stopniu obie kategorie stanowią dla siebie nawzajem warunki wystarczające bądź konieczne, kierunek i siła oddziaływania obydwu kategorii na siebie: wynikiem prowadzonych przez autorkę badań na temat relacji między stabilnością cen a stabilnością finansową (Matysek-Jędrych 2008b) są

wnioski, zgodnie z którymi obie kategorie stanowią dla siebie wzajemnie warunki konieczne, aczkolwiek niewystarczające[5], błędne jest zatem traktowanie stabilności finansowej jako „produktu ubocznego" stabilności pieniądza[6], odporność systemu finansowego na zjawiska o charakterze niestabilności tylko w ograniczonym stopniu jest efektem korzyści osiąganych z niskiej i stabilnej inflacji; tak więc stabilizowanie systemu finansowego przez bank centralny powinno wykraczać poza ramy prowadzenia polityki pieniężnej nastawionej na realizację celu stabilności cen),

- wpływ działań stabilizacyjnych banku centralnego na realizację podstawowego celu banku centralnego (przekonanie o nadrzędnej roli stabilności finansowej wobec stabilności cen (Volcker 1994; Welteke 2000; Kraft 2001) *versus* przekonanie o obniżeniu skuteczności realizacji celu podstawowego w wyniku podejmowania działań stabilizujących system finansowy (Schwartz 1995; Svensson 2003; Trichet 2005),
- dylematy w sferze funkcjonalnej banku centralnego (jak dalece funkcje spełniane przez banki centralne są związane ze stabilizowaniem systemu finansowego czy stabilizowaniem cen, które funkcje mają charakter pierwotny i pierwszorzędny),
- dylematy w sferze operacyjnej banku centralnego (wiele cech operacyjnych, takich jak niezależność, jeden ośrodek władzy, możliwość kształtowania polityki elastycznej o krótkich opóźnieniach wewnętrznych stanowią argument za podejmowaniem działań stabilizowanych przez banki centralne, jednocześnie inne teoretyczne rozważania, w szczególności reguła Tinbergena (1956) i Mundella (1960) skłaniają ku zanegowaniu zaangażowania banku centralnego w kwestię stabilności finansowej).

3. Problem cen aktywów finansowych w polityce stabilizowania systemu finansowego przez bank centralny

W ramach dyskusji na temat konieczności stabilizowania systemu finansowego przez bank centralny szczególnie aktualny i pozostający przedmiotem sporów jest wątek odnoszący się do zmian cen aktywów i związanego z nim niebezpieczeństwa wystąpienia bąbli spekulacyjnych. Problem cen aktywów w polityce banku centralnego jest analizowany co najmniej w dwóch ujęciach: pierwszy z nich odnosi się do propozycji włączenia cen aktywów do wykorzystywanego

[5] Historia dostarcza licznych przykładów na potwierdzenie tej tezy, np. kryzys w Japonii na początku lat 90. ubiegłego wieku czy w krajach Azji Południowo-Wschodniej pod koniec lat 90. ubiegłego wieku, upadek funduszu hedgingowego LTCM i kryzys w Rosji w 1998 r. Szerzej na ten temat White (2006, s. 13-14).

[6] Pogląd taki wyrażają m.in. Bordo *et al.* (2000, s. 27): „(...) a monetary regime that produces aggregate price stability will, as a by-product, tend to promote stability of the financial system".

przez bank centralny wskaźnika inflacji[7] (co jednocześnie oznaczałoby automatyczną reakcję banku centralnego na zmiany tych cen), drugi aspekt związany jest z pytaniem o zasadność przekłuwania przez bank centralny powstających na rynku bąbli spekulacyjnych[8].

Sukcesy banków centralnych w walce z inflacją (mierzoną za pomocą CPI) oraz towarzysząca im niestabilność systemu finansowego i coraz bardziej powszechne wskazywanie banku centralnego jako instytucji stabilizującej ten system, zwróciły uwagę na możliwość, jaką dałoby bankowi centralnemu włączenie cen aktywów do wykorzystywanego wskaźnika inflacji. Wielu ekonomistów dowodzi, że uwzględnienie cen aktywów we wskaźniku inflacji sprawi, że bank centralny będzie mógł we właściwym czasie zareagować na pojawienie się presji inflacyjnej i tym samym podejmie działania zapobiegające powstawaniu bąbli spekulacyjnych (problem ten na przykładzie rynku nieruchomości w Wielkiej Brytanii analizuje Vickers (1999). Wśród zwolenników takiego rozwiązania należy wskazać następujących ekonomistów: Alchian, Klein (1973), Flemming (1999), Bryan *et al.* (2001), Goodhart (1995, 2001).

W literaturze pojawiają się również opinie, w których autorzy całkowicie negują możliwość prowadzenia polityki pieniężnej na podstawie wskaźnika inflacji uwzględniającego ceny aktywów. Bernanke i Gertler (2001) uważają, że zmiany cen aktywów powinny być uwzględniane w polityce banku centralnego wyłącznie w takim stopniu, w jakim zmiany te mogą wpłynąć na prognozy inflacyjne banku centralnego. Bank centralny nie powinien zatem podejmować żadnych działań w obliczu wahań cen aktywów, które mogą wprawdzie destabilizować system finansowy, ale nie znajdują odzwierciedlenia w prognozach inflacyjnych. Również Issing (2001) przekonuje, że polityka banku centralnego powinna opierać się na wskaźniku inflacji, w którym ceny aktywów nie będą uwzględnione. Włączenie cen aktywów do wskaźnika inflacji będzie miało, zdaniem Issinga, odzwierciedlenie w zmniejszeniu wiarygodności miary inflacji i w konsekwencji może doprowadzić do utraty wiarygodności w odniesieniu do całej polityki banku centralnego. Warto podkreślić, że nawet Goodhart (2001) – będący zwolennikiem uwzględnienia cen aktywów w polityce banku centralnego – podkreśla, że zaletą istniejących mierników inflacji jest jego inercja, a wprowadzenie zmian może spowodować utratę wiarygodności wobec banku centralnego. Stąd wspomniane przekonanie Goodharta o konieczności wykorzystywania przez bank centralny miernika inflacji uwzględniającego ceny aktywów wyłącznie w charakterze wskaźnika uzupełniającego[9].

[7] Ujęcie to można traktować jako przeciwdziałanie powstawaniu bąbli spekulacyjnych.

[8] Pierwsze ujęcie dotyczy przede wszystkim gospodarki takich krajów jak Stany Zjednoczone i Wielka Brytania, ze względu na znaczenie rynku kapitałowego w tych krajach.

[9] Również Trichet (2005) wskazuje na podobną strategię EBC, który nie jest zobowiązany do systematycznego reagowania na zmiany cen aktywów, ale wykorzystując wszelkie dostępne informacje o kształtowaniu się tych cen, podejmuje decyzje o ewentualnym ingerowaniu. Skuteczność takiej strategii Trichet uzależnia m.in. od przejrzystości prowadzonej polityki banku centralnego.

W świetle przytoczonych opinii i argumentów należy stwierdzić, że w literaturze brakuje konsensusu w odniesieniu do samej kwestii zasadności uwzględnienia cen aktywów w polityce banku centralnego. Ponadto nawet ekonomiści, którzy uznają za celowe włączenie cen aktywów do wykorzystywanej miary inflacji, nie są zgodni co do metody i zakresu jej wdrożenia. Pomimo podejmowania prób konstrukcji wskaźnika inflacji uwzględniającego ceny aktywów, nie udało się dotychczas osiągnąć zadowalającego rozwiązania, mającego walory praktyczne. Jak jednak podkreśla m.in. Schwartz (2002), brak akceptacji bezpośredniego włączenia cen aktywów do wskaźnika inflacji wykorzystywanego w prowadzonej przez bank polityce pieniężnej nie oznacza negowania skądinąd dalece istotnych dla tejże polityki informacji wynikających z obserwowania zmian cen aktywów

Drugi wątek w dyskusji na temat stabilizowania cen aktywów przez bank centralny dotyczy pragmatycznego podejścia. Polega ono na udziale banku centralnego w przekłuwaniu bąbli spekulacyjnych (tj. podjęciu interwencji mającej na celu likwidację odchylenia cen aktywów od ich wartości fundamentalnych w sytuacji, w której przeciwdziałanie powstawaniu bąbli okazało się nieskuteczne). Zagadnienie to budzi równie wiele kontrowersji co uwzględnienie cen aktywów w mierniku inflacji zarówno wśród ekonomistów, jak i bankierów centralnych (Bernanke 2002; Trichet 2005; Blinder, Reis 2005).

Dylematy dotyczące przekłuwania bąbli spekulacyjnych przez bank centralny można odnieść do różnych aspektów działania banku centralnego (por. tabela 2):

- po pierwsze, czy istnieje możliwość identyfikacji z wyprzedzeniem bąbla spekulacyjnego (niepewność towarzysząca decyzjom banku centralnego odnośnie do istnienia i wielkości bąbla, jak również konsekwencji potencjalnej interwencji banku (Greenspan 2004; Kohn 2004; Ferguson 2005) *versus* przekonanie o zbyt słabych podstawach teoretycznych, aby uznać tę niepewność jako czynnik uniemożliwiający reakcję banku centralnego (Cecchetti *et al.* 2000; Filardo 2004; Roubini 2006),
- po drugie, dlaczego to bank centralny powinien być instytucją zaangażowaną w przekłuwanie bąbli (dyskusja ekonomistów w tym kontekście odnosi się przede wszystkim do związku między powstawaniem bąbli a realizacją podstawowego celu banku centralnego, o ile Cecchetti *et al.* (2000) przekonują o konieczności obserwowania cen aktywów i ewentualnego ingerowania z uwagi na występowanie związku między poziomem cen aktywów a prognozą inflacji bazowej, o tyle Posen (2006) argumentuje, że nie istnieje żaden stabilny związek między warunkami monetarnymi a powstawaniem bąbli na rynku aktywów, dlatego bank centralny nie dysponuje instrumentami, które pozwalałyby mu na wyraźne oddziaływanie na ceny aktywów),
- po trzecie, czy bank centralny dysponuje narzędziami, które pozwolą mu na przekłuwanie bąbli (Bordo i Jeanne (2002) oraz Borio i Lowe (2002) przekonują o konieczności interwencji banku centralnego w kształtowa-

nie się bąbli spekulacyjnych z powodu negatywnego wpływu tychże bąbli na gospodarkę, abstrahują oni jednocześnie od ważnego problemu doboru właściwych narzędzi, z kolei Bernanke (2002) oraz Blinder i Reis (2005) przekonują, że pomimo iż bąble spekulacyjne są zjawiskiem niepożądanym z punktu widzenia sytuacji makroekonomicznej kraju, to bank centralny nie dysponuje narzędziami, które pozwalają mu na przekłuwanie bąbli bez narażenia gospodarki na inne negatywne zjawiska gospodarcze).

Tabela 2. Dyskusja na temat udziału banku centralnego w przekłuwaniu bąbli spekulacyjnych

Kryterium porównania	Argumenty za przekłuwaniem bąbli przez bank centralny	Argumenty przeciw przekłuwaniu bąbli przez bank centralny
Możliwość zidentyfikowania bąbli spekulacyjnych	Istnieje możliwość wczesnego zidentyfikowania bąbla spekulacyjnego, przy jednoczesnym zapewnieniu, że za bąbel nie będzie uznany wzrost cen mający podstawy fundamentalne *(Cecchetti et al., 2000)*	Brak możliwości identyfikacji przyczyn powstawania bąbla spekulacyjnego oraz momentu jego powstania. Bank centralny nie dysponuje informacją, która pozwala odróżnić nagły wzrost cen aktywów od bąbla spekulacyjnego *(Bernanke 2002)*
Zależność między powstawaniem bąbli spekulacyjnych a poziomem inflacji	Powstawanie i pękanie bąbla spekulacyjnego powoduje zaburzenia w innych wielkościach, za które odpowiedzialny jest bank centralny, m.in. w inflacji. Zmiany cen aktywów należy traktować jako element pozwalający prognozować inflację bazową, stąd konieczność reagowania przez bank centralny na te zmiany *(Cecchetti et al., 2000)*	Bank centralny nie jest w stanie za pomocą kształtowania wysokości stóp procentowych ograniczyć narastania bąbla, jak również nie może i nie powinien łagodzić polityki pieniężnej w obliczu recesji po pęknięciu bąbla; nie istnieje bowiem żaden stabilny związek między warunkami monetarnymi a powstawaniem bąbli na rynku aktywów *(Posen 2006)*
Wpływ interwencji banku centralnego na gospodarkę	Bąble spekulacyjne na rynkach aktywów powinny być przedmiotem reakcji ze strony banku centralnego z uwagi na negatywne konsekwencje dla całej gospodarki, jakie ze sobą niosą bąble *(Borio, Lowe, 2002; Bordo, Jeanne, 2002)*	Bank centralny nie dysponuje narzędziami, które gwarantowałyby jedynie likwidację bąbla spekulacyjnego, bez narażenia gospodarki na inne negatywne zjawiska *(Blinder, Reis 2005)*

Zestawienie opinii na temat zaangażowania banku centralnego w przekłuwanie bąbli spekulacyjnych (por. tabela 2) nie pozwala na jednoznaczne wskazanie stanowiska dominującego w literaturze i polityce banków centralnych. Przede wszystkim ekonomiści nie są zgodni co do podstawowego warunku reakcji banku, tj. możliwości identyfikacji bąbli spekulacyjnych. Również w odniesieniu do przesłanek stabilizowania cen aktywów przez banki centralne i możliwych do wykorzystania instrumentów są formułowane skrajnie odmienne opinie.

4. Praktyczne dylematy stabilizowania systemu finansowego przez banki centralne w świetle kryzysu zapoczątkowanego w 2007 r.

Kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 r. uwidocznił nowe problemy, przed którymi w najbliższej przyszłości będą musiały stanąć banki centralne, ale również instytucje regulujące i nadzorujące rynek finansowy, inne podmioty sieci bezpieczeństwa systemu finansowego i ustawodawcy. Dylematy te można było zauważyć w poszczególnych systemach finansowych z różnym natężeniem. Na tej podstawie należy uznać konieczność odrębnego traktowania w procesie reformowania architektury globalnego systemu finansowego banków centralnych takich jak Rezerwa Federalna, Europejski Bank Centralny, Bank Japonii, Bank Anglii oraz Ludowy Bank Chin.

Doświadczenia najnowszego kryzysu uwidoczniły m.in. problem właściwej koordynacji i współpracy w zakresie stabilizowania systemu finansowego zarówno na szczeblu narodowym, jak i międzynarodowym (a nawet globalnym). Sygnałem dla występowania takich problemów był m.in. run i upadek banku Nothern Rock (przyspieszony m.in. na skutek braku koordynacji działań i wymiany informacji pomiędzy Bankiem Anglii i instytucją nadzorczą – FSA), działania rządu Irlandii, który niespodziewanie uruchomił nieograniczone gwarancje dla sześciu największych banków w Irlandii, powodując tym samym widoczny odpływ kapitału z Wielkiej Brytanii, czy dylematy koordynacji działań stabilizujących w strefie euro (opieszałość Komisji Europejskiej, problem z wypracowaniem wspólnego stanowiska wobec kryzysu)[10]. Jednocześnie wiele akcji podejmowanych przez banki centralne w obliczu najnowszego kryzysu wskazuje, że mamy do czynienia ze świadomym współdziałaniem banków centralnych na skalę globalną. Na przykład 8 października 2008 r. główne banki centralne na świecie podjęły decyzję o skoordynowanym obniżeniu stóp procentowych o 0,5 punktu procentowego. W akcji bezpośrednio uczestniczyły[11]: Bank Anglii (4,5%), Bank Kanady (2,5%), Bank Szwecji (4,25%), Euro-

[10] Przypadki te były szeroko dyskutowane m.in. w *Financial Times* i *The Economist*.

[11] W nawiasach podano wysokość podstawowej stopy procentowej banku centralnego po przeprowadzonej operacji skoordynowanego obniżenia stóp procentowych.

pejski Bank Centralny (3,75%), Narodowy Bank Szwajcarii (2,5%) i FED (1,5%). Dzień później do akcji dołączył również Ludowy Bank Chin (obniżając stopę procentową o 0,27 punktu procentowego, do poziomu 6,93%). Pośrednio w skoordynowanej akcji obniżenia stóp procentowych wziął również udział Bank Japonii, który z powodu bardzo niskiego już poziomu stóp procentowych w Japonii nie dokonał obniżenia stóp, jednak wyraził swoje pełne poparcie dla działań banków centralnych.

Dyskusyjną kwestią pozostaje również umiejscowienie nadzoru nad systemem finansowym i ewentualny rozważany już na łamach publicystyki powrót uprawnień nadzorczych do banków centralnych. W tym kontekście równie ważne będzie stworzenie nowych procedur i mechanizmów nadzoru, szczególnie dotyczy to – zdaniem H. Kaufmana – instytucji „zbyt dużych, żeby upaść" (Chorafas 2009).

Nie mniej istotną kwestią, którą uwypuklił kryzys zapoczątkowany w 2007 r., jest pokusa nadużycia stymulowana działaniami stabilizującymi banków centralnych oraz społeczna odpowiedzialność i sprawiedliwość w związku z dokapitalizowaniem instytucji finansowych (które *de facto* świadomie podejmowały ryzyko). Wspomniane działania stabilizujące banków centralnych spotkały się z dużym sprzeciwem opinii publicznej i mogły jednocześnie narazić na spadek wiarygodności całej polityki realizowanej przez banki centralne (a więc także polityki pieniężnej). Omówiony problem należy postrzegać z perspektywy dylematu wynikającego z konieczności krótkookresowego stabilizowania systemu w chwili wybuchu kryzysu i jednocześnie długookresowego zadania minimalizowania prawdopodobieństwa wybuchu kryzysu w przyszłości. Analizując zachowanie czołowych banków centralnych na świecie[12], należy podkreślić, że dość szybko dostrzeżono te zagrożenia. W związku z tym konstrukcji samych instrumentów stabilizowania (przede wszystkim wsparcia płynności rynków i instytucji finansowych) towarzyszyła dbałość o minimalizowanie negatywnych skutków związanych z możliwością wzmocnienia pokusy nadużycia (Buiter 2009).

W nawiązaniu do wspomnianego wyżej zagadnienia warto szczególnie podkreślić praktyczny problem związany z czasem reakcji banków centralnych na konsekwencje kryzysu zapoczątkowanego w sierpniu 2007 r. Problem z koordynacją działań kilku instytucji zaangażowanych w stabilizowanie systemu, niesprawny system wymiany informacji oraz brak jasno określonej odpowiedzialności banku centralnego i pozostałych instytucji finansowej sieci bezpieczeństwa sprawiły, że w przypadku Banku Anglii należy jednoznacznie stwierdzić brak skuteczności działań stabilizujących we wczesnej fazie kryzysu (Buiter 2009; Chorafas 2009).

Znaczną wagę ma dylemat w sferze praktyki stabilizowania systemu finansowego przez banki centralne w nowym globalnym środowisku finansowym. Powstaje bowiem pytanie, w jakim stopniu poszczególne banki centralne mogą wpływać

[12] Należy podkreślić, że o ile Europejski Bank Centralny czy Bank Anglii konstruowały instrumenty wsparcia płynności sektora finansowego z należytą dbałością o minimalizowanie pokusy nadużycia, o tyle Rezerwa Federalna kreowała ją na bardzo dużą skalę (Buiter 2009).

na stabilność krajowego systemu finansowego, która z kolei determinowana jest w dużym stopniu czynnikami o charakterze międzynarodowym, a nawet globalnym. W praktyce należy bowiem przypuszczać, że działania takich banków centralnych, jak chociażby Rezerwa Federalna, EBC, Bank Anglii, Bank Japonii czy Ludowy Bank Chin mają nieporównywalnie większy wpływ na globalny rynek finansowy niż działania innych banków centralnych. W procesie reformowania międzynarodowej architektury finansowej niezbędne będzie określenie właściwego „układu sił i odpowiedzialności" banków centralnych, uwzględniając faktyczne możliwości banków.

Zakończenie

Kryzys na rynkach finansowych uwidocznił liczne problemy związane z praktyką stabilizowania systemu finansowego przez banki centralne. Wynikają one m.in. z braku konsensusu w teorii ekonomii co do zasadniczych kwestii związanych z rozumieniem stabilności finansowej, pomiarem tej kategorii oraz udziałem banku centralnego w procesie stabilizowania cen aktywów finansowych (tzw. problem przekłuwania bąbli spekulacyjnych). Dodatkowo presja i wzrost oczekiwań podmiotów funkcjonujących na rynku wobec działań stabilizacyjnych banków centralnych może spowodować, że banki te staną się swoistymi „zakładnikami" tej presji i oczekiwań. Problem ten należy postrzegać przede wszystkim w kontekście zagrożenia skuteczności polityki antyinflacyjnej realizowanej przez banki centralne. Dlatego obserwowany wzrost znaczenia tych oczekiwań rodzi potrzebę przejrzystego formułowania i podawania do publicznej wiadomości zakresu działań stabilizacyjnych banku centralnego, a nawet zdefiniowania tych działań banków centralnych w aktach prawnych.

Wskazane w artykule dylematy teoretyczne, a szczególnie praktyczne związane z działaniami stabilizacyjnymi banków centralnych, będą jednymi z najważniejszych w procesie reformowania krajowej i międzynarodowej sieci bezpieczeństwa finansowego. Praktyka przeciwdziałania kryzysowi zapoczątkowanemu w sierpniu 2007 r. pokazała bowiem dobitnie, że bez udziału banków centralnych nie jest możliwe przywrócenie stabilności finansowej. Co więcej zarówno oczekiwania instytucji finansowych, jak i społeczeństwa predestynują właśnie te instytucje do odgrywania kluczowej roli w procesie stabilizowania systemu finansowego. Tak duża liczba znaczącej wagi problemów związanych z działaniem stabilizacyjnym banku centralnego omówiona w niniejszym artykule sprawia, że sam proces reformowania bankowości centralnej będzie długotrwały, a jego skuteczność będzie warunkowało m.in. kompleksowe uwzględnienie wszelkich aspektów działania banków centralnych: sfery instytucjonalnej, operacyjnej i funkcjonalnej.

Bibliografia

Alchian A.A., Klein B. (1973), *On a Correct Measure of Inflation*, Journal of Money, Credit and Banking, vol. 5, No. 1.

Benston G.J. (2004), *What's Special About Banks?* The Financial Review, vol. 39, No. 1.

Bernanke B.S. (2002), *Asset-price „Bubbles" and Monetary Policy*, remarks before the New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York, 15 October, www.federalreserve.gov/BoardDocs/speeches/2002/20021015.

Bernanke B.S., Gertler M. (2001), *Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?* American Economic Review, vol. 91, No. 2.

BIS (1997), *Financial Stability in Emerging Market Economies. A Strategy for the Formulation, Adoption and Implementation of Sound Principles and Practices to Strengthen Financial Systems*, Report of the Working Party on Financial Stability in Emerging Market Economies, April.

Blinder A.S., Reis R. (2005), *Understanding the Greenspan Standard,* w: *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, a Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.

Bordo M., Jeanne O. (2002), *Boom-bust in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy*, NBER Working Paper, No. 8966, Cambridge.

Bordo M., Dueker M.J., Wheelock D.C. (2000), *Aggregate Price Shocks and Financial Instability: An Historical Analysis*, NBER Working Papers, No. 7652, Cambridge.

Borio C., Lowe P. (2002), *Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus*, BIS Working Paper, No. 114.

Bossone B. (2000), *What Makes Banks Special? A Study of Banking, Finance, and Economic Development*, World Bank Policy Research Working Papers, No. 2408.

Bryan M.F., Cecchetti S.G., O'Sullivan R. (2001), *Asset Prices in the Measurement of Inflation*, De Economist, vol. 149, No. 4.

Buiter W.H. (2009), *Central Banks and Financial Crises,* w: *Maintaining Stability in a Changing Financial System: a Symposium*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole.

Cecchetti S.G., Genberg H., Lipsky J., Wadhwani S. (2000), *Asset Prices and Central Bank Policy*, Geneva Reports on the World Economy, No. 2, Centre for Economic Policy Research.

Chorafas D.N. (2009), *Financial boom and gloom. The credit and banking crisis of 2007--2009 and beyond*, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions.

Corrigan E.G. (1982), *Are Banks Special?* Annual Report Essay, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Crockett A. (1997), *Theory and Practice of Financial Stability*, Essays in international finance, No. 203, Princeton.

Ennis H.M., Malek H.S. (2005), *Bank Risk of Failure and the Too-big-to-fail Policy*, Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly Review, vol. 91, No. 2.

Ferguson R.W. (2004), *The Role of Central Banks in Fostering Efficiency and Stability in the Global Financial System*, National Bank of Belgium Conference on Efficiency and Stability in an Evolving Financial Systems, Brussels, 17 May.

Ferguson R.W. (2005), *Recessions and Recoveries Associated With Asset-price Movements: What do we Know?* remarks at the Stanford Institute for Economic Policy Research, 12 January, Stanford, www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050112.

Filardo A.J. (2004), *Monetary Policy and Asset Price Bubbles: Calibrating the Monetary Policy Trade-offs*, BIS Working Paper, No. 155.

Flemming J. (1999), *Monetary Policy; Questions of Adequacy, Design and Presentation*, Economic Outlook, vol. 24, No. 1.

Goodhart C.A.E. (1995), *Price Stability and Financial Fragility,* w: C.A.E. Goodhart, *The Central Bank and the Financial Systems*, Macmillan, London.

Goodhart C.A.E. (2001), *What Weights Should Be Given to Asset Prices in the Measurement of Inflation*? The Economic Journal, vol. 111, No. 472.

Greenspan A. (2004), *Risk and Uncertainty in Monetary Policy*, remarks at the meeting of the American Economic Association, 3 January, San Diego, www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2004/ 20040103.

Herring R. (2002), *International Financial Conglomerates: Implications For Bank Insolvency Regimes*, prepared for the Second Annual International Seminar on Policy Challenges for the Financial Sector in the Context of Globalization, sponsored by the Federal Reserve Board, the International Monetary Fund and the World Bank, Washington, D.C., June 5-7, http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Herring-intl_finan_conglom-doc.pdf.

Icard A. (2003), *Comment on „Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?"*, w: P.C. Ugolini, A. Schaechter, S.R. Stone (red.), *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems*, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Issing O. (2001), *Why Price Stability?,* w: A. Garcia Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan, B. Winkler (red.), *Why Price Stability?* First ECB Central Banking Conference, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Kohn D. (2004), *How Should Policymakers Deal With Low-probability, High-impact Events?* remarks at the European Central Bank Conference on Monetary Policy and Imperfect Knowledge, 15 October, Würzburg, www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/ 20041015.

Kraft V. (2001), *Safeguarding Financial Stability – Key Issues for the Central Bank*, BIS Review, No. 63.

Matysek-Jędrych A. (2008a), *Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje*, Bank i Kredyt, nr 1.

Matysek-Jędrych A. (2008b), *Uwarunkowania stabilizowania systemu finansowego przez bank centralny*, (rozprawa doktorska), Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.

Mishkin F.S. (2000), *What Should Central Banks do*? Federal Reserve Bank of St. Louis Review, No. November-December.

Mundell R.A. (1960), *The Monetary Dynamics of International Adjustment Under Fixed and Flexible Exchange Rates*, The Quarterly Journal of Economics, vol. 74, No. 2.

Olson M.W. (2006), *Are Banks Still Special?* Annual Washington Conference of the Institute of International Bankers, Washington, D.C., BIS Review, No. 20.

Posen A.S. (2006), *Why Central Banks Should Not Burst Bubbles*, Working Paper Series, No. 06-1, Institute of International Economics.

Roubini N. (2006), *Why Central Banks Should Burst Bubbles*, International Finance, vol. 9, No. 1.
Schinasi G.J. (2003), *Responsibility of Central Banks For Stability in Financial Markets*, IMF Working Paper, No. 121.
Schwartz A.J. (1995), *Why Financial Stability Depends on Price Stability*, Economic Affairs, vol. 15, No. 4.
Schwartz A.J. (2002), *Asset Price Inflation and Monetary Policy*, NBER Working Papers, No. 9321, Cambridge.
Soussa F. (2000), *Too Big to Fail: Moral Hazard and Unfair Competition?,* w: L. Halme, C. Hawkesby, J. Healey, I. Saapar, F. Soussa, *Financial Stability and Central Banks. Selected Issues for Financial Safety Nets and Market Discipline*, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, London.
Stern G.H., Feldman R.J. (2004), *Too Big to Fail. The Hazards of Bank Bailouts*, Brooking Institutions Press.
Svensson L.E.O. (2003), *Monetary Policy and Real Stabilization*, NBER Working Paper, No. 9486, Cambridge.
Tinbergen J. (1956), *Economic Policy: Principles and Design*, North-Holland Publishing Company, Amsterdam.
Trichet J.-C. (2005), *Asset Price Bubbles and Monetary Policy*, speech on Mas lecture, 8 June Singapore, www.ecb.int/press/key/date/2005/html/sp050608.en.html.
Vickers J. (1999), *Monetary Policy and Asset Prices*, Bank of England Quarterly Bulletin, November.
Volcker P.A. (1984), *The Federal Reserve Position on Restructuring of Financial Regulation Responsibilities*, Federal Reserve Bulletin, vol. 70, July.
Welteke E. (2000), *Different Aspects of Change in Today's Financial Systems*, BIS Review, No. 80.
White W.R. (2006), *Czy stabilność cen wystarcza*, Materiały i Studia, nr 211.

CENTRAL BANK AND FINANCIAL STABILITY – SELECTED THEORETICAL AND PRACTICAL DILEMMAS OF CONTEMPORARY FINANCE

Summary

One of the most important dilemma of the contemporary finance in its institutional aspect is the role and functions of central banks in the process of stabilizing the financial system. The financial crisis, started in August 2007 on American financial markets, has reinforced these dilemmas and has dramatically changed the environment of the central bank's policy. These dilemmas relates first of all to the theory of economic – which is the basis for institutional reform of central banking – in which the economists present completely different opinions in most of the analyzed issues. However, the latest financial crisis has revealed

some new practical problems. Without doubt, these new problems will be the subject of analysis and assessment in the theory of economics as well. This article is devoted to the synthetic analysis and assessment of the most important dilemmas of central banks in the process of stabilizing the financial system. Additionally, the author emphasized these issues of scientific discussion, which should be the core of the process of reforming central banking and financial safety net.