

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

311

Rola instytucji i rynku finansowego w świetle celów oraz zasad zrównoważonego rozwoju



Redaktorzy naukowi

Grażyna Borys

Alicja Janusz



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2013

Redaktor Wydawnictwa: Aleksandra Śliwka
Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz
Korektor: Barbara Cibis
Łamanie: Małgorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:
www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,
The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon
http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2013

ISSN 1899-3192
ISBN 978-83-7695-311-3

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Joanna Błach: Raportowanie CSR jako element relacji inwestorskich przedsiębiorstwa	11
Michał Buszko: Efektywność inwestowania na rynku kapitałowym w spółki odpowiedzialne społecznie	20
Marlena Ciechan-Kujawa: Użyteczność raportów CSR w ocenie stopnia zaangażowania przedsiębiorstw w odpowiedzialność społeczną.....	32
Iwona Dorota Czechowska: Ograniczenia w dostępie do usług bankowych klientów 60+ w perspektywie zrównoważonych finansów	45
Beata Domańska-Szaruga, Anna Maria Rak: <i>Shadow banking</i> na rynku usług finansowych	54
Danuta Dziawgo: Etyka a dystrybucja produktów finansowych.....	63
Leszek Dziawgo: Rynek ekologicznych funduszy inwestycyjnych w obszarze G-A-S-L.....	74
Justyna Fijałkowska: Zakres ujawnień w raportach społecznej odpowiedzialności i zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw	85
Joanna Fila: Mikrofinanse a wykluczenie finansowe i społeczne – polityka i instrumenty	95
Robert Huterski: Neutralność pieniądza a koncepcja zrównoważonego rozwoju	107
Adam Kosiuk: Rachunkowość odpowiedzialności społecznej spółek giełdowych indeksu RESPECT	116
Dorota Krupa: Fundusze SRI we Francji	125
Dorota Korenik: Zasady i formy społecznie odpowiedzialnej bankowości ...	134
Katarzyna Kozak: Miejsce <i>shadow banking</i> w sektorze bankowym	144
Gabriela Łukasik: Rola relacji inwestorskich w prawidłowym rozwoju współczesnych przedsiębiorstw.....	153
Magdalena Urbańska-Maluha: Rynkowe mechanizmy w ochronie klimatu w Unii Europejskiej i w Polsce.....	162
Tomasz Piotr Murawski: Społecznie odpowiedzialne indeksy giełdowe a światowy trend rynków finansowych w wymiarze ESG	171
Aleksandra Paszkiewicz: RESPECT Index GPW w Warszawie jako giełdowy indeks społecznej odpowiedzialności biznesu.....	182
Jarosław Pawłowski: Indeksy meteorologiczne a pogodowe instrumenty pochodne.....	192

Arleta Szadziewska: Raportowanie społecznej odpowiedzialności przez przedsiębiorstwa przemysłu spożywczego w Polsce.....	201
Piotr Zasepa: Analiza efektywności inwestycji w akcje spółek społecznie odpowiedzialnych na przykładzie indeksu RESPECT	212
Agnieszka Żołądkiewicz: Biogazownie rolnicze jako szansa dla polskiej wsi	221
Jan Żuralski: Społeczna odpowiedzialność EBC i FED w obliczu wyzwań XXI wieku	231

Summaries

Joanna Blach: CSR reporting as a component of enterprise investor relations	19
Michał Buszko: Effectiveness of investing on capital market into socially responsible corporations	31
Marlena Ciechan-Kujawa: Usefulness of the CSR reports to the assessment of the involvement of companies in corporate social responsibility	44
Iwona Dorota Czechowska: Limitations on the access to banking services of clients 60+ in the perspective of sustainable finance.....	53
Beata Domańska-Szaruga, Anna Maria Rak: Shadow banking on financial services market	62
Danuta Dziawgo: Ethics and financial products distribution	73
Leszek Dziawgo: Ecological investment funds market in G-A-S-L zone	84
Justyna Fijałkowska: Corporate Social Responsibility and sustainable development report – dilemmas of disclosure.....	94
Joanna Fila: Microfinance and social and financial exclusion – policy and instruments.....	106
Robert Huterski: Neutrality of money and the concept of sustainable development	115
Adam Kosiuk: Accounting of social responsibility of quoted companies of RESPECT Index	124
Dorota Krupa: SRI funds in France.....	133
Dorota Korenik: Rules and forms for socially responsible banking.....	143
Katarzyna Kozak: Shadow banking system in the bank sector.....	152
Gabriela Łukasik: The role of investor relations in the proper development of modern enterprises	161
Magdalena Urbańska-Malucha: Market mechanisms in climate protection in the European Union and Poland	170
Tomasz Piotr Murawski: Socially responsible stock indexes as a realization of world tendency of financial market in ESG dimension.....	181
Aleksandra Paszkiewicz: RESPECT Index as a CSR Index of the Warsaw Stock Exchange	191

Jarosław Pawłowski: Weather indexes and weather derivatives	200
Arleta Szadziwska: Corporate Social Responsibility reporting by food companies in Poland	211
Piotr Zasępa: Analysis of the effectiveness of investment in an index of socially responsible companies on the example of RESPECT Index	220
Agnieszka Żołądkiewicz: Farm biogas plants as a chance for Polish village.	230
Jan Żuralski: Social responsibility of ECB and FED in the face of challenges of the XXI century	240

Jan Żuralski

SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ EBC I FED W OBLICZU WYZWAŃ XXI WIEKU

Streszczenie: Główne banki centralne – Europejski Bank Centralny oraz System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych – w obliczu globalnego kryzysu początku XXI wieku, oprócz obniżenia stóp procentowych do bezprecedensowo niskich poziomów, były zmuszone podjąć niekonwencjonalne kroki. Poprzez zwiększanie podaży i dostępności pieniądza na rynku zaangażowały się w działania antyrecesyjne, odkładając stabilizowanie cen na później. Jednak skutki wycofania się z polityki ultraniskich stóp procentowych mogą okazać się bardzo poważne, a obywatele wielu krajów świata mogą ponieść długoterminowe konsekwencje w wymiarze społecznym. W pracy podjęto próbę oceny odpowiedzialności społecznej EBC i FED w kontekście wystąpienia kryzysu, walki z nim, a przede wszystkim skutków potencjalnej strategii wyjścia.

Słowa kluczowe: społeczna odpowiedzialność banków centralnych, antykryzysowa polityka pieniężna, EBC, FED.

1. Wstęp

Społeczna odpowiedzialność banków centralnych, które prowadzą politykę pieniężną, mającą na celu zapewnienie stabilności cen, jest jednym z najważniejszych zagadnień we współczesnej gospodarce. Pieniądz jest bowiem dobrem wspólnym, a transakcje na rynku pieniężnym powinny być przeprowadzane w warunkach bezpieczeństwa i wzajemnego zaufania kontrahentów. W ciągu ostatnich lat te dwa elementy ulegały silnym fluktuacjom.

Kryzys, który ujawnił się w 2007 r., najpierw dotknął rynki finansowe, a następnie, przez system naczyń połączonych, sferę realną gospodarki. Z racji wyjątkowego charakteru zdarzeń banki centralne były zmuszone do podjęcia niekonwencjonalnych działań, skutkujących wzrostem podaży oraz dostępności pieniądza. Przy czym logarytmiczny wzrost podaży pieniądza skłania do wysnucia hipotezy, że obywatele wielu krajów świata poniosą długoterminowe konsekwencje w wymiarze społecznym.

Stare „orężę”, w postaci doskonale znanych instrumentów i mechanizmów banków centralnych, zρέcznie dostosowano do wyzwań XXI wieku. Omijanie zakazu finansowania deficytu budżetowego nie jest bowiem niczym innym niż monetyzacją

długu, czyli wspieraniem wielu państw południa Europy oraz całego sektora finansowego poprzez skupowanie przez władze monetarne obligacji. Ryzyko wystąpienia podwyższonej inflacji w tej sytuacji jest dosyć prawdopodobne. Dodatkowo trudno oszacować koszty bezbolesnego wyjścia z polityki pieniężnej ultraniskich stóp procentowych.

Biorąc pod uwagę niniejszą tematykę, instrumenty używane przez banki centralne oraz ich odpowiedzialność społeczna w kontekście próby odzyskania zrównoważonego rozwoju stanowią będą punkt wyjścia do dalszych rozważań.

2. Społeczna odpowiedzialność sektora bankowego

„Jedyną społeczną odpowiedzialnością biznesu jest zwiększanie zysku” – to często cytowane zdanie M. Friedmana stanowi kwintesencję dominującej od ponad trzech dekad doktryny neoliberalnej. Zgodnie z nią państwo nie powinno odgrywać aktywnej roli w gospodarce, ponieważ mechanizm rynkowy wystarcza do efektywnego regulowania życia gospodarczego.

Niestety kryzys początku XXI wieku dobitnie uświadomił, że niedoskonałości rynku i asymetria informacji stały się tak duże, że pokusie wykorzystania swojej przewagi nie oparły się instytucje finansowe. Działalność banków poprzez nieodpowiednią alokację pieniądza, tzn. z pominięciem rzeczywistych potrzeb gospodarki realnej, doprowadziła do pogłębiania negatywnych zjawisk, takich jak wykluczenie społeczne czy dysproporcje rozwoju przestrzennego i społecznego gospodarki.

W obliczu nieograniczonego dążenia do maksymalizacji zysku całkowicie przestały się liczyć czynniki społeczne. Praktyki sektora finansowego służyły podejmowaniu decyzji bez uwzględniania długoterminowej zyskowności i stabilności. Instytucje finansowe nastawione były jedynie na krótkoterminowe zyski kosztem nadmiernego ryzyka. W efekcie ogromne pakiety ratunkowe banków systemowo ważnych (tzw. zbyt dużych, żeby upaść) opłaciło społeczeństwo. Konglomeraty finansowe o znaczeniu systemowym sprywatyzowały zyski i **uspołeczniły** straty.

Do zagadnień społecznej odpowiedzialności dużą wagę przywiązuje UE, która traktuje tę koncepcję jako istotny element polityki zrównoważonego rozwoju i poprawy konkurencyjności gospodarek europejskich na rynkach międzynarodowych. W Zielonej Księdze opublikowanej w 2001 r. CSR definiuje się „jako koncepcję, zgodnie z którą przedsiębiorstwa dobrowolnie uwzględniają problematykę społeczną i ekologiczną w swojej działalności komercyjnej i w stosunkach z zainteresowanymi stronami” [*Komunikat Komisji dla Parlamentu Europejskiego...* 2006].

Jako że wątpliwości co do zatracenia społecznej odpowiedzialności w branży prywatnych podmiotów rynku finansowego obecnie już nie ma, nasuwa się pytanie: w jakim stopniu za ten stan rzeczy odpowiadają banki centralne?

Polityka taniego pieniądza była kluczowym powodem zaistnienia nadmiernej płynności na rynkach finansowych. Dynamiczny wzrost sprzedaży nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, stymulowany niskimi stopami procentowymi oraz ła-

twą dostępnością kredytu, przyczynił się do powstania w ramach rynku kredytów hipotecznych segmentu o niższych standardach kredytowania (*subprime*). Do grona kredytobiorców mogły dołączyć osoby o najniższym poziomie zarobków, które wcześniej nie miały szansy na pozytywną ocenę zdolności kredytowej. Kwestia rozdysponowania ogromnej puli pieniędzy zwiększyła apetyty bankierów na dodatkowe zyski, a nadmierny optymizm skłaniał podmioty do sięgania po kolejne transze zadłużenia. Sztucznie podkreślana koniunktura musiała się zakończyć kryzysem.

3. Polityka pieniężna a stabilność cen

Ogólnie rzecz biorąc, prowadzenie polityki pieniężnej oznacza dążenie do uzyskiwania określonych stanów w sferze makroekonomicznej, takich jak: zapewnienie stabilności cen, zdynamizowanie wzrostu gospodarczego czy też umocnienie równowagi na rynku [Scheller 2006, s. 77-83].

W ciągu wieków rola banku centralnego ulegała zmianom. P. Łasak wyróżnił trzy okresy bankowości centralnej: klasyczny, tradycyjny i nowoczesny. W pierwszym zasadniczym celem funkcjonowania banku centralnego było zapewnienie stabilności finansowej. W drugim – określanym jako tradycyjny – skupiono się na innych niż stabilność finansowa celach makroekonomicznych, związanych z koniecznością ścisłej regulacji sektora bankowego. Natomiast w ostatnim – nowoczesnym okresie bankowości centralnej – powrócono do celu zapewnienia stabilności finansowej, z tą jednak różnicą, iż obecnie większy nacisk kładzie się na zapewnienie **stabilności cenowej** [Łasak 2007]. Zgodnie z założeniami szkoły M. Friedmana to właśnie dzięki utrzymaniu stabilności cen można zapewnić wzrost gospodarczy, wysoki poziom zatrudnienia oraz efektywne wykorzystanie zasobów ekonomicznych [Borowiec 2001, s. 144].

Dlaczego stabilność cen jest tak pożądana, a wysoka inflacja społecznie szkodliwa? W literaturze przedmiotu podkreśla się wiele korzyści wynikających ze stabilności cen [Paluszak 2004, s. 120]:

- ułatwia dostrzeżenie zmian w relacjach cenowych, co umożliwi efektywniejszą alokację zasobów na rynku;
- eliminuje „premię za ryzyko inflacyjne”, zmniejszając realne stopy procentowe;
- zapewnia efektywniejsze wykorzystanie zasobów w gospodarce, ponieważ podmioty gospodarcze nie są zmuszone do wykorzystania zasobów do zabezpieczenia się przed inflacją;
- im niższa inflacja, tym mniej środków finansowych przedsiębiorstwa tracą wskutek określonych rozwiązań podatkowych (np. w kontekście odpisów amortyzacyjnych);
- zapobiega znacznej i arbitralnej redystrybucji dochodu, powstającej w warunkach inflacji lub deflacji. Zazwyczaj najbardziej cierpią najsłabsze grupy społeczne;
- inflacja wywiera wpływ na redystrybucję dochodu od wierzycieli do dłużników;
- pomaga w utrzymaniu spójności społecznej i stabilności społeczeństwa.

4. Polityka pieniężna EBC i FED

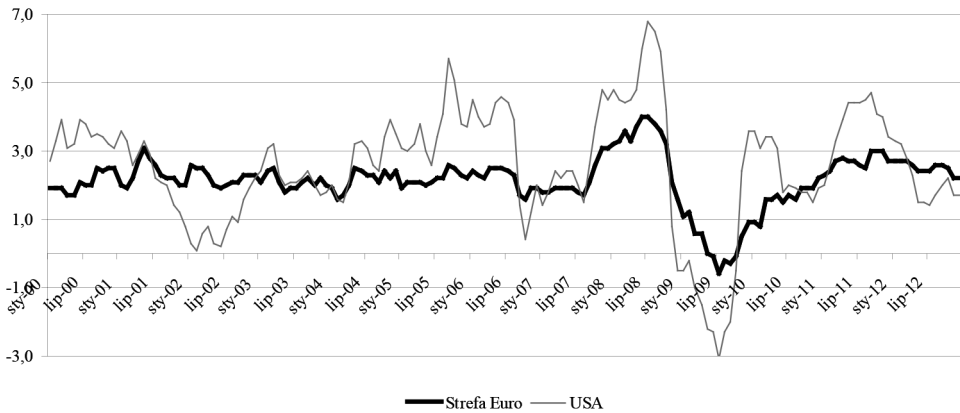
Europejski Bank Centralny jest zwolennikiem typowej polityki bankowości centralnej, czyli polegającej na dbaniu o stabilność waluty poprzez utrzymanie stabilnego poziomu cen. Drugorzędną kwestią jest dla niego wpływ polityki monetarnej na wzrost gospodarczy. Aczkolwiek warto podkreślić, że poprzez utrzymywanie stabilności cen Eurosystem przyczynia się do realizacji celów UE określonych w art. 2 Traktatu o Unii Europejskiej – popierania „postępu gospodarczego i **społecznego** oraz wysokiego poziomu zatrudnienia i doprowadzenia do zrównoważonego i trwałego rozwoju”. Warto przy tym podkreślić, że w przypadku konfliktu pomiędzy celami, priorytetem EBC jest zawsze stabilność cen [*Europejski Bank Centralny, Eurosystem...*, s. 20].

Z kolei System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (FED) zobowiązany jest do prowadzenia takiej polityki pieniężnej, która wspiera zrównoważony wzrost gospodarczy. Jego kluczowymi elementami są: maksymalny poziom zatrudnienia, stabilny poziom cen oraz odpowiedni poziom długoterminowych stóp procentowych. Celem polityki monetarnej FED-u jest zarówno utrzymywanie stabilnego poziomu cen, jak i aktywne przyczynianie się do długoterminowego wzrostu PKB.

Różnica pomiędzy EBC, zobowiązanym do osiągnięcia stabilnego poziomu cen oraz „podwójnym mandatem” FED polegającym na równoważeniu celów stabilności cenowej i zatrudnienia, to nie tylko przypadek legislacyjnej historii, ale raczej – zdaniem prof. M. Feldsteina – odzwierciedlenie fundamentalnych różnic pomiędzy gospodarkami. W UE ponad 25% pracowników należy do związków zawodowych, a w USA tylko 7,5%. Z powodu siły związków zawodowych w Europie EBC musi przekonać związkowców, że jest zdeterminowany sprowadzić inflację do celu określonego poniżej 2%. Tymczasem dla FED związki zawodowe i zbiorowe negocjacje nie stanowią żadnego problemu, ponieważ ustanawianie płac jest zdecentralizowane [Feldstein 2008].

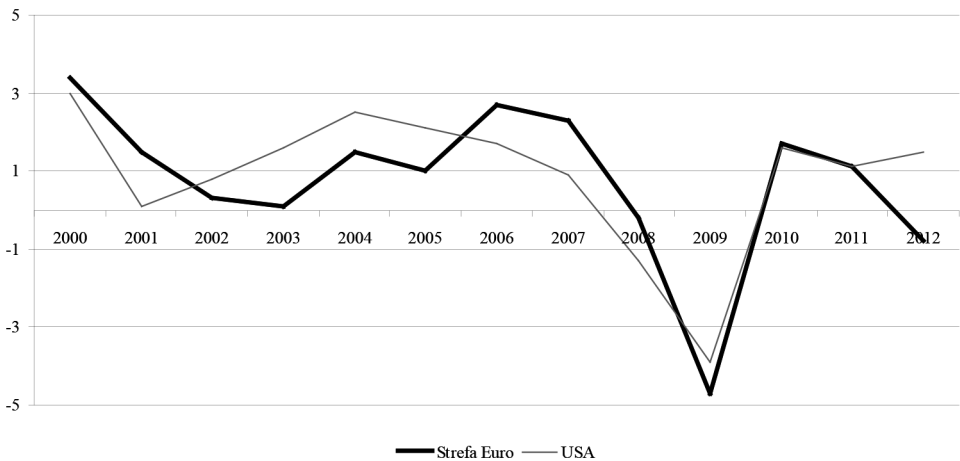
Ponadto polityka pieniężna EBC i FED jest zdeterminowana także różnicami w historiach inflacji. Chociaż Amerykanie pamiętają dwucyfrową inflację końca lat 70. i początku 80. ubiegłego wieku, to nie doświadczyli hiperinflacji tak jak Niemcy i inne kraje UE. Dlatego też EBC realizuje twardą, celową politykę inflacyjną [Feldstein 2008]. Prawidłowość ta jest łatwa do zaobserwowania na rys. 1, który przedstawia zharmonizowany indeks cen konsumenckich HICP w latach 2000-2012 w strefie euro i USA. Widać wyraźnie, że poziom inflacji w strefie euro wykazuje mniejsze odchylenia aniżeli w USA. Przykładowo w Stanach Zjednoczonych w lipcu 2008 r. poziom inflacji sięgnął 6,8% r/r, a w strefie euro 4,0% r/r. Głównym motorem tak wysokich poziomów inflacji były rosnące ceny paliw. Rosnąca w latach 2006-2008 inflacja skłoniła banki centralne do podniesienia stóp procentowych. EBC zaczął podnosić stopy już w 2006 r., a w lipcu 2008 r. główna stopa referencyjna EBC wynosiła 4,25%.

Odwrotne środki przedsięwziął FED – w sierpniu 2007 r. zaczął obniżać stopy, nie przejmując się rosnącą inflacją. Była to reakcja na rozpoczynający się właśnie kryzys finansowy. Jak widać na rys. 1, kryzys finansowy przerwał inflacyjny boom na rynkach, co skłoniło banki centralne do zmiany polityki. W 2008 r. w USA zostały ustalone stopy na najniższym historycznie poziomie. EBC dopiero w październiku 2008 r. rozpoczął cykl obniżek stóp, które w maju 2009 r. osiągnęły poziom 1%.



Rys. 1. Zharmonizowany indeks cen konsumenckich HICP w latach 2000-2012 w strefie euro i USA (dane miesięczne, zm. proc. r/r)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Eurostat (14.04.2013).



Rys. 2. Zmiana realnego PKB na mieszkańca (Real GDP per capita) w strefie euro i w USA w latach 2000-2012 (dane roczne, zm. %, r/r)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Eurostat (14.04.2013).

Recesja w Stanach Zjednoczonych i Europie (zob. rys. 2), będąca wynikiem globalnego kryzysu finansowego, sprawiła, że problem wysokości inflacji na kilka lat zniknął z bieżących dyskusji ekonomicznych. Banki centralne zaangażowały się w działania antyrecesyjne, odkładając stabilizowanie cen na później.

5. Niekonwencjonalne działania banków centralnych w walce z kryzysem

Nadzwyczajne działania banków centralnych podjęte w walce z globalnym kryzysem polegały na zwiększaniu płynności na rynkach finansowych. Oprócz obniżenia stóp procentowych do bezprecedensowo niskich poziomów przedsięwzięto także nadzwyczajne środki.

Europejski Bank Centralny w celu zwiększenia płynności wprowadził:

1) transakcje OMT (*Outright Monetary Transactions*), polegające na skupie obligacji nadmiernie zadłużonych państw (w większości krajów PIIGS, czyli Portugalii, Włoch, Irlandii, Grecji, Hiszpanii), które były zagrożone gwałtownym odpływem zagranicznego kapitału. Z jednej strony program OMT rozwiązał problem płynności, a z drugiej strony nieograniczony skup rządowych papierów dłużnych polega na niczym innym jak na stałym finansowaniu potrzeb fiskalnych, co z kolei godzi w podstawowe założenia traktatu Unii Europejskiej o jednakowym traktowaniu prywatnych wierzycieli;

2) długoterminowe operacje refinansujące (LTRO, *Long-Term Refinancing Operation*) – pożyczki, które bank centralny udziela bankom komercyjnym na bardzo atrakcyjnych warunkach (1% na 3 lata).

FED znacznie bardziej i wcześniej luzował politykę pieniężną, określaną mianem operacji QE (*Quantitative Easing*) przez skupowanie papierów dłużnych powiązanych z rynkiem nieruchomości (MBS, *Mortgage Backed Securities*) oraz długoterminowych obligacji skarbowych.

W marcu 2009 r. FED uruchomił program QE1, który polegał na wykupieniu obligacji Skarbu Państwa i papierów wartościowych o wartości 1,25 bln USD przez okres jednego roku. W 2010 r. rozpoczęła się druga runda ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej (QE2). Skumulowana wartość programu QE2 przez okres ośmiu miesięcy – od listopada 2010 r. – wyniosła 1 bln USD. Program QE3 z kolei obejmował comiesięczny skup papierów zabezpieczonych hipoteką o wartości 40 mld USD od sierpnia 2012 r. bez limitu czasowego. Dodatkowo 12 grudnia 2012 r. ogłoszono zwiększenie wartości miesięcznych zakupów do 85 mld USD, co zostało określone jako QE4.

Przedstawione działania, wchodzące w zakres tzw. polityki bilansu, były przeprowadzane w warunkach dodatnich stóp procentowych, co budzi pewne wątpliwości co do ich skuteczności. Pomimo iż C. Borio i P. Disyatat twierdzą, że **polityka bilansu banku centralnego** może być prowadzona niezależnie od poziomu stóp procentowych, warto rozważyć, czy w każdej sytuacji przynosi ona pożądane efekty

[Borio, Disyatat 2009, s. 25]. Wydaje się bowiem, że prowadzenie polityki bilansu ma sens tylko wtedy, gdy stopa banku centralnego wynosi zero. Wynika to z faktu, że każda operacja zakupu papierów wartościowych zwiększa zasób płynnych rezerw banków, co zwiększa podaż środków na rynku międzybankowym, obniżając tym samym stopę procentową. Gdy stopa banku centralnego jest większa niż zero, bank centralny nie chce do tego dopuścić. W celu utrzymania stopy na pożądanym przez siebie poziomie przeprowadza interwencje polegające np. na emisji własnych papierów dłużnych, „ściągając” środki wcześniej dostarczone bankom.

Można zatem dojść do wniosku, że zwiększanie podaży pieniądza rezerwowego, którego częścią są płynne rezerwy banków, ma sens tylko wtedy, gdy efekt ten nie jest eliminowany poprzez absorpcję dostarczonych środków. Bank centralny może jednak zrezygnować z absorpcji tylko wtedy, gdy akceptuje spadek ceny pieniądza krótkoterminowego do zera.

Zatem wydaje się, że polityka zwiększania płynnych rezerw banków powinna być zastosowana wtedy, gdy stopy banku centralnego znajdują się na poziomie bliskim zera. Wniosek ten wydaje się spójny z poglądem L. Bini Smaghi, który uważa, że *quantitative easing* jest zwykle poprzedzone obniżeniem przez władze monetarne stóp do zera [Bini Smaghi 2009, s. 4]. Przy stopach wyższych od zera efektem zakupu obligacji skarbowych przez banki centralne jest jedynie niewielka zmiana w bilansie sektora bankowego (prywatnego). Obligacje skarbowe są bowiem na ogół zastępowane przez kolejne obligacje lub przez papiery dłużne banku centralnego.

Niemniej główne banki centralne świata (w tym EBC i FED) prowadziły politykę bilansu przy stopach procentowych wyższych od zera. Przyjmowała ona jednak głównie formę polityki kredytowej. Dlaczego zatem miałyby być skuteczne? Otóż wydaje się, że skoro większość uczestników rynku wierzyła w wiarygodność tego typu działań, to mogły się okazać skuteczne. Samospełniająca się przepowiednia? W tradycyjnym rozumieniu ekspansja monetarna polegająca na zwiększaniu pieniądza rezerwowego powinna zwiększać zagregowany popyt w gospodarce. Jeśli tak jest, to uczestnicy rynku oczekują, że taka ekspansja będzie miała wpływ na popyt i do tego dostosowują swoje zachowania.

Czy zatem działania banków centralnych – poprzez mechanizm mnożnikowy – rzeczywiście pomogły gospodarce? FED zastosował alternatywną do europejskiej politykę. Zamiast opodatkować konta obywateli w celu ratowania banku, jak na Cyprze, drukuje pieniądze i pozostawia do dyspozycji bankom. Małe kraje, tworzące strefę euro, takie jak Cypr, nie mają niezależnych banków centralnych. EBC teoretycznie nie może tego robić ze względu na ograniczenia statutowe, a w praktyce pośrednio dokonuje tego poprzez monetyzację długu. Na tej drodze napotkał jednak silną opozycję ze strony Niemiec, które ze względu na przeszłość historyczną fundamentalnie sprzeciwiają się drukowaniu pieniędzy. Niemcy przez świadomość zagrożenia nałożyły ograniczenia na ilość pieniędzy, jakie mogą być przeznaczone na ratowanie takich krajów, jak Cypr. Dlatego rząd zmusił posiadaczy rachunków do pokrycia strat banku. Spory majątek stracili nie tylko zagraniczni deponenci, ale głównie rodziny cypryjskie.

6. Strategia wyjścia a koszty społeczne

W świetle przedstawionych rozważań warto dodać, że skoro działania banków centralnych w czasie kryzysu koncentrowały się na obniżaniu stóp procentowych oraz zwiększaniu sumy bilansowej, to w okresie poprawy sytuacji makroekonomicznej odbywać się będą również dwutorowo. Z jednej strony banki centralne zaczną podnosić stopy procentowe, z drugiej natomiast będą zmniejszały swoją sumę bilansową.

Zmniejszanie sumy bilansowej będzie odbywało się samoistnie (w przypadku zapadania kolejnych papierów znajdujących się w bilansach banków centralnych) lub przez sprzedaż aktywów przez banki centralne. Problemów z ograniczaniem sumy bilansowej nie spodziewa się prezes B. Bernanke. Gdyby jednak FED czekał do terminu wykupu papierów znajdujących się w jego portfelu, to strategia wyjścia (*exit strategy*) trwałaby co najmniej kilka lat. Średni rezydualny termin do zapadalności papierów znajdujących się w portfelu FED wynosił bowiem na koniec 2009 r. 81,6 miesiąca.

Wydaje się, że okres, w którym banki centralne zaczną realizować strategię wyjścia, nieuchronnie się zbliża. Pomimo obaw o przedwczesne wycofywanie się z nadzwyczajnych instrumentów, można zacytować wieloletniego przewodniczącego FED W. McChesneya Martina, że bank centralny jest od tego, by wynieść wagę z ponczem, kiedy przyjęcie jeszcze trwa [Wood 2006, s. 3]. Historycznie bowiem można wskazać więcej przypadków, kiedy bank spóźnił się z jej wyniesieniem, niż takich, w których zrobił to za wcześnie.

Niestety, skutki wycofania się ze stosowania przez banki centralne nadzwyczajnych instrumentów mogą być bardzo poważne. Drukowanie na masową skalę pieniędzy powoduje nadmuchiwanie kolejnych baniek spekulacyjnych. Luzowanie ilościowe prowadzone od kilku lat przez FED osłabia dolara, co będzie przyspieszać inflację w USA.

Można wysunąć tezę, że gdyby FED rozpoczął ściąganie płynności z rynku, mogłoby to doprowadzić do dużego wzrostu oprocentowania obligacji, co wymusiłoby ponowne zwiększenie płynności. Co więcej, niemal bezwartościowe MBS-y oraz długoterminowe obligacje USA trafiłyby z powrotem do bilansów instytucji finansowych, pogarszając je i wystawiając na bardzo prawdopodobne ryzyko bankructwa.

Jednym ze wspomnianych problemów, przed którym stoi FED, są potężne banki spekulacyjne na trzech klasach aktywów. Na rynku obligacji skarbowych, gdzie realne stopy zwrotu są ujemne, w sytuacji gdy FED dodrukowuje ponad 1 bln USD rocznie, a rząd co roku dodaje ponad 1 bln USD długu. Druga bańka – na giełdzie papierów wartościowych. Wszystkie pieniądze, jakie FED przekazuje do dyspozycji bankom, nie są wykorzystywane w realnej gospodarce w postaci kredytów. Pieniądze przepływają na rynek giełdowy, terminowy. Giełda nie jest wyceniana na podstawie popytu na produkty lub sprzedaży detalicznej, która spada od lat. Jednak największym problemem Systemu Rezerwy Federalnej wydaje się trzecia bańka, czyli sama waluta amerykańska. FED może wspierać ceny obligacji przez ich ku-

powanie, może podtrzymywać ceny akcji przez dawanie pieniędzy bankom, które kupują aktywa. Jednak kiedy waluta amerykańska ma problemy, FED nie może jej podtrzymać w inny sposób jak poprzez podniesienie stóp procentowych. To z kolei załamałoby rynek akcji i obligacji. Zatem zagrożeniem dla FED jest to, że monetyzuje potężne ilości długu przez dodrukowywanie USD w zbyt szybkim tempie. Drukuje więcej niż wymaga tego popyt, co powoduje niestabilność kursu wymiany. Ze względu na fakt, że Europa jest w kryzysie, tak naprawdę nie ma innej alternatywy dla dolara niż złoto i srebro¹. To oznacza, że popyt na walutę amerykańską spada, a podaż wzrasta. A kiedy cena dolara spada, biorąc pod uwagę pozycję uzależnionego od importu kraju, jakim jest Polska, ceny importowanych dóbr wzrastają. Ze względu na to, że realne płace nie rosną, wzrost cen spowoduje ich spadek, a w konsekwencji osłabienie popytu, gospodarki, zwiększenie deficytu.

W kontekście przeprowadzonych wywodów wydaje się, że nie ma na tyle odpowiednich rozwiązań, aby w rezultacie kosztami *exit strategy* nie zostało obciążone społeczeństwo. Poziomy inflacji zanotowane w latach 2000-2012 w strefie euro i USA wskazują, że banki centralne nie osiągnęły założonych rezultatów, a całość odpowiedzialności już została lub dopiero zostanie przeniesiona na społeczeństwo. Takie działania dla większości obywateli mogą się wiązać z niezadowoleniem i budzić głęboki sprzeciw. Zwłaszcza, że jak pokazuje zmiana realnego PKB na mieszkańca w strefie euro i w USA, społeczeństwa tych krajów od ponad dziesięciu lat w przeliczeniu na każdego mieszkańca ponoszą wysokie koszty i ich przyszłość wydaje się nieprzewidywalna.

Literatura

- Bini Smaghi L., *Conventional and unconventional monetary policy*, Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009, www.bis.org/review/r090429e.pdf (14.04.2013).
- Borio C., Disyatat P., *Unconventional monetary policies: an appraisal*, BIS Working Papers No. 292, Basel 2009, www.bis.org/publ/work292.pdf (14.04.2013).
- Borowiec J., *Unia ekonomiczna i monetarna: historia, podstawy teoretyczne, polityka*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. O. Langego, Wrocław 2001.
- Europejski Bank Centralny, *Eurosystem, Europejski System Banków Centralnych*, Frankfurt nad Menem 2008, www.ecb.int/pub/pdf/other/escb_pl.pdf (14.04.2013).
- Feldstein M., *The crisis: a tale of two monetary policies*, „The Financial Times”, 8.08.2008.
- Komunikat Komisji dla Parlamentu Europejskiego, Rady i Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego*, Bruksela, 22.03.2006.
- Łasak P., *Banki pod nadzorem*, „Gazeta Bankowa” 2007, nr 42.
- Paluszak G., *Spór o stabilność cen w euro obszarze*, [w:] *Unifikacja gospodarek europejskich: szanse i zagrożenia*, red. A. Manikowski, A. Psyk, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2004.

¹ Wzrostu ceny złota i srebra banki centralne bronią, sprzedając instrumenty pochodne, by zatrzymać wzrost cen związany z popytem na te metale.

Scheller H.K., *Europejski Bank Centralny. Historia, rola i funkcje*, Wydawnictwo Europejskiego Banku Centralnego, Frankfurt 2006.

Wood H., *William McChesney Martin, Jr.: A Reevaluation*, Federal Reserve 2006, www.rich.frb.org/publications/research/region_focus/2006/winter/pdf/federal_reserve.pdf (14.04.2013).

SOCIAL RESPONSIBILITY OF ECB AND FED IN THE FACE OF CHALLENGES OF THE XXI CENTURY

Summary: Leading central banks – the European Central Bank and the Federal Reserve System of the United States – in the face of the global crisis of the XXI century, aside from lowering interest rates to unprecedented levels, were forced to take unconventional measures. By increasing the supply and availability of money in the market they have committed to anti-recessional actions, putting aside stabilization of prices. However, the consequences of the withdrawal of ultra-low interest rate policy can be very serious, and citizens of many countries may suffer long-term consequences in the social dimension. This paper attempts to assess the social responsibility of the ECB and the FED, in the context of the crisis, the fight against it, and above all, the impact of potential exit strategies.

Keywords: social responsibility of central banks, anti-crisis monetary policy, ECB, FED.