

POŻYCZKODAWCA OSTATNIEJ SZANSY

WSTĘP

W latach 50. XX wieku aktywa płynne (łatwo i szybko zbywalne składniki aktywów) stanowiły zwykle około 30% łącznych aktywów banków. Płynność była utrzymywana w większości w skarbowych papierach wartościowych – instrumencie, który jest całkowicie wolny od ryzyka upadłości dłużnika. Współcześnie udział płynnych aktywów jest znacznie mniejszy. Przykładowo w Wielkiej Brytanii w czerwcu 2007 r. wartość gotówki w kasach banków wynosiła 8,8 mld £, a skarbowe papiery wartościowe w portfelach banków miały wartość poniżej 8 mld £. W tym czasie same tylko zobowiązania banków brytyjskich wyrażone w funtach szterlingach wynosiły aż 3 150 mld £. Tym samym tradycyjne aktywa płynne stanowiły zaledwie około 1% łącznych zobowiązań sektora bankowego w Wielkiej Brytanii. Redukcja udziału aktywów płynnych w sumie bilansowej banków, jaka nastąpiła w analizowanym okresie, była oczywiście korzystna z punktu widzenia możliwości generowania wyższych zysków przez banki, ale skala zmiany struktury aktywów jest uderzająca w porównaniu z konserwatywnym podejściem stosowanym przez banki w niedalekiej w końcu przeszłości¹. W tych warunkach funkcja pożyczkodawcy ostatniej szansy nabiera znaczenia nieporównywalnego z potrzebami rynku finansowego istniejącymi kilkadziesiąt lat wcześniej.

¹ T. Congdon, *Pursuit of profit has led to a risky lack of liquidity*, „Financial Times”, September 11, 2007, s. 11.

Określenie, pożyczkodawca ostatniej szansy, (czy też pożyczkodawca ostatniej instancji) jest definiowane w różny sposób w literaturze przedmiotu. W niniejszym opracowaniu będzie ono rozumiane jako dyskrecjonalne zasilenie płynnością instytucji kredytowej (lub całego rynku) przez bank centralny w reakcji na szok, który powoduje nadzwyczajny wzrost popytu na środki finansowe, który nie może być zaspokojony z alternatywnych źródeł.

Celem artykułu jest analiza rozwoju koncepcji pożyczkodawcy ostatniej szansy przez ostatnie dwa stulecia i konfrontacja jej osiągnięć z aktualnymi wyzwaniami stojącymi przed tą instytucją w zakresie zapobiegania rozprzestrzenianiu się kryzysów we współczesnej bankowości. Na wstępie przypomniano najważniejsze aspekty klasycznej, dziewiętnastowiecznej teorii pożyczkodawcy ostatniej szansy przedstawionej przez H. Thorntona i W. Bagehota. Następnie zarysowano najważniejsze tendencje w rozwoju teorii prezentowane w XX wieku i na początku XXI w., wskazując na pojawienie się kilku zasadniczych nurtów myślenia o zadaniach pożyczkodawcy ostatniej szansy. W kolejnej części uwaga została skoncentrowana na specyficznym problemie pożyczkodawcy ostatniej szansy – na hazardzie moralnym. Zjawisko to może ujawnić się zarówno w przypadku podejmowania działań przez pożyczkodawcę ostatniej szansy, jak i w sytuacji, gdy uczestnicy rynku usług bankowych są przekonani, że pożyczkodawca ostatniej szansy będzie aktywnie interweniował w sytuacjach kryzysowych. Zwrócono również uwagę na całkiem nowe wyzwania stojące przed pożyczkodawcą ostatniej szansy, które wynikają z globalizacji gospodarki i funkcjonowania coraz większej liczby banków prowadzących działalność w skali międzynarodowej, a także wymieniono najważniejsze przykłady zachowań różnych banków centralnych na świecie po wybuchu zaburzeń na rynkach finansowych w 2007 r., wskazano na wady i zalety zastosowania różnych podejść oraz na potrzebę dalszego rozwoju teorii.

1. Teoria klasyczna

Koncepcja pożyczkodawcy ostatniej szansy powstała na początku XIX wieku, gdy Henry Thornton w 1802 r. sformułował podstawowe elementy zdrowej polityki banku centralnego w związku z pożyczaniem środków finansowych o charakterze „ratunkowym”. W swoim, uważanym dziś za klasyczne, dziele pt. *An Enquiry Into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain* określił on podstawowe zadanie pożyczkodawcy ostatniej szansy, wyróżniając mikro i makroekonomiczny aspekt realizacji tej funkcji. Przedmiotem jego analizy były relacje między funkcją pożyczkodawcy ostatniej szansy a celami kontroli monetarnej prowadzonej przez bank centralny. H. Thornton pierwszy dostrzegł problem hazardu moralnego pojawiający się wraz z istnieniem pożyczkodawcy ostatniej szansy. Autor zidentyfikował trzy cechy charakteryzujące pożyczkę ostatniej szansy. **Po pierwsze**, jej

pozycja jest unikatowa jako ostatnie źródło płynności dla sektora finansowego. Pożyczkodawca tworzy i utrzymuje strategiczny zasób pieniądza, który może być wykorzystany w celu zaspokojenia popytu na płynność w krytycznym momencie. **Po drugie**, pożyczkodawca ponosi specyficzną odpowiedzialność wynikającą z racji bycia strażnikiem oficjalnych rezerw złota. Bank musi utrzymywać dostateczny poziom tych rezerw, aby być podmiotem budzącym pełne zaufanie w okresie podwyższonego poziomu niepokoju na rynku finansowym. **Po trzecie**, w przeciwieństwie do innych banków, pożyczkodawca ostatniej szansy ponosi również publiczną odpowiedzialność. Jego działania mają skutek oddziałujący na całą gospodarkę danego kraju².

H. Thornton określił również cztery kwestie polityczne wynikające z istnienia funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy. **Po pierwsze**, istnieje potencjalny konflikt interesów między odpowiedzialnością banku centralnego, jako kontrolera zasobu pieniądza znajdującego się w obrocie w papierowej postaci a pożyczkodawcą ostatniej szansy. Jednak autor nie dostrzegал żadnej sprzeczności między polityką stabilnego wzrostu ilości pieniądza w obiegu a działaniami podejmowanymi dla zażegnania kryzysu płynnościowego. Jego zdaniem nie istnieje ta niespójność, gdyż należy rozróżniać długookresowy cel dotyczący tempa wzrostu ilości pieniądza w gospodarce i okresowe zejście z tej drogi w przypadku pojawienia się krótkoterminowych przyczyn o charakterze nadzwyczajnym. **Po drugie**, H. Thornton rozważał odpowiedzialność pożyczkodawcy ostatniej szansy wobec pojedynczego banku i wobec całego systemu bankowego. Jego zdaniem dominujący charakter ma odpowiedzialność pożyczkodawcy wobec rynku. **Po trzecie**, istnieje zasadnicza wątpliwość, czy pożyczkodawca powinien starać się podejmować działania zapobiegające powstawaniu szoków na rynku finansowym. Zdaniem H. Thorntona rola pożyczkodawcy ogranicza się jedynie do neutralizacji negatywnych skutków powstałych już szoków. Nie powinien on natomiast podejmować działań zapobiegawczych. **Po czwarte**, autor zdefiniował cel instytucji pożyczkodawcy ostatniej szansy jako zapobieganie panice spowodowanej zmniejszeniem się ilości zasobu pieniądza w obrocie, która może prowadzić do spadku aktywności gospodarczej kraju³.

Walter Bagehot w 1873 r. w swoim dziele *Lombard Street* rozszerzył koncepcję H. Thorntona i często jest uznawany za twórcę nowoczesnej teorii pożyczkodawcy ostatniej szansy. W. Bagehot podkreślał specyficzną pozycję Banku Anglii jako posiadacza ostatecznej rezerwy. Cecha to odróżnia bank centralny od banków komercyjnych i daje mu prawo, ale także obowiązek, pożyczania środków finansowych wypłacalnym instytucjom oferującym dobre zabezpieczenie spłaty pożyczki,

² T. Humphrey, *Lender of Last Resort: The Concept in History*, Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Review, March/April 1989, s. 8–9.

³ *Ibidem*, s. 9–11.

w okresie, w którym inni bankierzy nie chcą udzielać pożyczek. W. Bagehot wyróżnia wewnętrzny i zewnętrzny odpływ gotówki z rynku. Wewnętrzny odpływ pieniądza powinien być hamowany poprzez politykę banku centralnego, polegającą na pożyczaniu środków pieniężnych w sposób swobodny i energiczny, tak aby wyeliminować wszystkie obawy dotyczące niedostatecznej podaży krótkoterminowych pożyczek bankowych. Zewnętrzny odpływ może być wynikiem spadku zapasów złota i obaw uczestników rynku dotyczących wymienialności waluty krajowej. Wówczas reakcja banku centralnego powinna polegać na podwyższeniu stopy procentowej w celu zwiększenia atrakcyjności lokat dla złota zagranicznego i zachęcenia do powrotu do kraju złota krajowego. Generalnie zaś pożyczkodawca ostatniej szansy powinien dążyć do utrzymywania rezerw złota powyżej krytycznego poziomu⁴.

W. Bagehot podzielał również pogląd H. Thorntona, że pożyczkodawca ostatniej szansy powinien realizować swoje zadania, przyczyniając się do realizacji celów makroekonomicznych, dbając o zapewnienie odpowiedniego poziomu podaży pieniądza w całej gospodarce. Opowiadał się on także przeciw wykorzystaniu pożyczkodawcy ostatniej szansy do zapobiegania powstawaniu paniki na rynku, gdyż ta ostatnia może być spowodowana różnymi czynnikami, np. mniejszymi zbiorami w rolnictwie.

W. Bagehot wniósł też kilka oryginalnych elementów do koncepcji pożyczkodawcy ostatniej szansy.

Po pierwsze, autor rozróżniał wsparcie finansowe udzielone przez bank centralny rynkowi po wybuchu kryzysu i wyrażenie przez bank centralny zapewnienia o dostarczeniu pomocy rynkowi zanim jeszcze kryzys wybuchnie. Zdaniem W. Bagehota społeczeństwo ma prawo wiedzieć, czy bank centralny uznaje swój obowiązek podjęcia działań w sytuacji kryzysowej i czy bank jest gotów zrealizować go. Takie zapewnienie może zmniejszyć skalę obaw uczestników rynku finansowego i zwiększyć poziom zaufania na skutek wyrażenia woli podjęcia odpowiednich działań przez bank centralny. Poprawa oczekiwań uczestników rynku może prowadzić do zapobieżenia powstaniu paniki na rynku w przyszłości.

Po drugie, autor opowiadał się za dostarczaniem pomocy przy zastosowaniu stopy procentowej w „karnej” wysokości. Pożyczkobiorcy powinni otrzymać ulgę (w postaci dostarczenia płynnych środków finansowych) w okresie kryzysu, ale powinni oni też być przygotowani na zapłatę odsetek wyższych niż wynikałyby one z zastosowania aktualnej rynkowej stopy procentowej. Wyższe odsetki stanowią rodzaj kary dla pożyczkobiorcy. Zastosowanie wyższej stopy procentowej powoduje też dodatkowe korzyści, takie jak wzrost zainteresowania napływem krótkoterminowego kapitału z zagranicy, zapewnienie szybkiej spłaty pożyczki przez pożyczkobiorcę, zmniejszenie zainteresowania banków nadmiernym korzystaniem

⁴ W. Bagehot, *Lombard Street*, Reprint. Homewood, 1962, s. 27–28 za: T. Humphrey, *Lender...*, *op. cit.*, s. 12.

z pożyczki banku centralnego oraz zmuszenie banku komercyjnego do poszukiwania potrzebnych mu środków finansowych w pierwszej kolejności na rynku.

Po trzecie, wkładem W. Bagehota do teorii finansów było określenie rodzajów pożyczkobiorców pożyczki ostatniej szansy, rodzajów aktywów, pod jakie może zostać udzielona pożyczka i wskazanie kryteriów oceny tych aktywów pod kątem uznania ich jako dopuszczalnej formy zabezpieczenia spłaty pożyczki. Dla autora nie miało znaczenia, czy pożyczka jest udzielona bezpośrednio bankowi komercyjnemu czy kupcowi. Ważne jest, aby miał on odpowiednie zabezpieczenie spłaty pożyczki. Jako odpowiednie zabezpieczenie uznawał on każdy „zdrowy” składnik aktywów pożyczkobiorcy, pod które zwykle udzielany jest kredyt. Tak więc dobre zabezpieczenia nie ograniczają się wyłącznie do skarbowych papierów wartościowych, ale mogą obejmować dobre papiery wartościowe banków, a nawet obligacje emitowane przez kolej. Papier wartościowy powinien być bezdyskusyjnie dobrym zabezpieczeniem w normalnych warunkach rynkowych.

Po czwarte, W. Bagehot rozróżnia odpowiedzialność banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatniej szansy względem pojedynczego banku i wobec systemu bankowego jako całości. Autor był zdecydowanie przeciwny udzielaniu pomocy na rzecz niewypłacalnego banku, uznając, że nie jest zadaniem banku centralnego ratowanie nierozsądnych ludzi, którzy stanowią niewielką mniejszość. Taka zasada powinna być stosowana nawet wówczas, gdy upadłość źle zarządzanego banku może grozić powstaniem efektu domina i zagrażać upadłością kolejnych banków. Wówczas trzeba zapobiegać powstawaniu wtórnych skutków upadłości banku w postaci zarażenia wypłacalnych dotychczas banków, a nie ratować niewypłacalny bank.

Po piąte, W. Bagehot ostrzegał, że nieuprawnione jest oczekiwanie przez banki komercyjne udzielenia pomocy ze strony banku centralnego i podkreślał potrzebę poprawy sposobu zarządzania bankami komercyjnymi. Instytucja pożyczkodawcy ostatniej szansy nie może być substytutem dla stosowania najlepszych praktyk ostrożnościowych. Siłą systemu bankowego muszą być jego zasoby finansowe i zdrowe zasady zarządzania bankiem prywatnym, a nie gotowość dostarczenia pomocy przez bank centralny.

W końcu, W. Bagehot uważał, że zahamowaniu paniki powinno służyć raczej udzielenie pożyczki, a nie przeprowadzanie operacji otwartego rynku.

Wytlumaczeniem dla prezentacji przedstawionych powyżej, niekiedy oryginalnych, założeń koncepcji pożyczkodawcy ostatniej szansy mogły być specyficzne zasady funkcjonowania rynków finansowych w XIX w., odmienne od współczesnych rozwiniętych rynków finansowych. Z tego powodu autor nie doceniał przykładowo roli operacji otwartego rynku (powszechnie stosowanych współcześnie⁵), a jednocześnie przeceniał chociażby znaczenie rezerw walutowych banku centralnego z punktu widzenia realizacji funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy.

⁵ T. Humphrey, *Lender...*, *op. cit.*, s. 13–16.

Konkludując, można stwierdzić, że klasyczna doktryna pożyczkodawcy ostatniej szansy wyrażona przez obu autorów w XIX wieku opierała się na następujących punktach:

- ❖ nie ma konfliktu interesów między polityką pieniężną i rolą pożyczkodawcy ostatniej szansy,
- ❖ odpowiedzialność pożyczkodawcy odnosi się do całego rynku, a nie do specyficznej instytucji,
- ❖ instytucja pożyczkodawcy istnieje w celu neutralizacji wpływu szoków finansowych, a nie zapobieganiu ich powstawaniu,
- ❖ pożyczkodawca powinien uprzednio poinformować rynek o możliwości udzielenia pożyczek w okresie paniki, a pożyczanie środków finansowych przez bank centralny może następować bez ograniczeń,
- ❖ pożyczkodawca powinien być skłonny udzielić pożyczki każdemu wypłacalnemu pożyczkobiorcy pod wszystkie rodzaje dobrych składników jego aktywów,
- ❖ w żadnym przypadku pożyczkodawca nie powinien pożyczać środków niewypłacalnemu bankowi,
- ❖ dostarczenie środków powinno następować przy zastosowaniu stopy procentowej w „karnej” wysokości, wyższej niż aktualnie stosowana rynkowa stopa procentowa,
- ❖ nadrzędnym celem pożyczkodawcy jest ochrona zasobów pieniądza,
- ❖ siła systemu bankowego powinna opierać się na zasobach i wypłacalności poszczególnych banków, a nie na dostępności pożyczki ostatniej szansy.⁶

W literaturze przedmiotu wskazuje się jednak, że koncepcja ta miała kilka słabych punktów. Po pierwsze, nie oferowała ona specyficznych wytycznych dotyczących rozróżniania między bankiem wypłacalnym i niewypłacalnym. Taką wiedzę musi mieć pożyczkodawca w momencie podejmowania decyzji o udzieleniu pożyczki. Po drugie, klasyczne podejście zawierało niedostateczne zrozumienie dla złożoności problemu określania kondycji zagrożonego banku. Przeprowadzenie badania banku wymaga czasu, gdyż jest to proces złożony, a jednocześnie w okresie paniki decyzje muszą być podejmowane szybko. Po trzecie, w teorii tej nie porusza się wcale kwestii ochrony depozytów złożonych w banku, który upadł⁷.

Na podkreślenie zasługuje jednak to, że dyskusja prowadzona w XIX wieku na ten temat miała w dużym stopniu charakter dyskursu publicznego. Natomiast obecnie rozważania na temat roli pożyczkodawcy ostatniej szansy ograniczają się najczęściej do wymiany poglądów w gronie specjalistów z obszaru rynku finansowego⁸.

⁶ T. Humphrey, *The classical concept of the lender of last resort*, Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Review*, January/February 1975, s. 9.

⁷ *Ibidem*, s. 8–9.

⁸ *Ibidem*, s. 2.

2. Rola pożyczkodawcy ostatniej szansy w literaturze przedmiotu XX wieku

Klasyyczna teoria pożyczkodawcy ostatniej szansy powstawała w realiach systemu finansowego XIX wieku. W następnym stuleciu kształt rynku finansowego uległ olbrzymim zmianom. Przede wszystkim współcześnie nie istnieje już system, zgodnie z którym poziom emisji pieniądza zależał od posiadanych zasobów złota. W efekcie ochrona zasobów złota nie mogła już dłużej stanowić uzasadnienia dla istnienia pożyczkodawcy ostatniej szansy. W XIX wieku nie istniała instytucja funduszu gwarantowania depozytów. Gwarantowanie depozytów bankowych usunęło podstawową przyczynę paniki na rynku finansowym. W literaturze wskazuje się, że brak gwarancji depozytów był jedną z zasadniczych przyczyn krachu finansowego pod koniec lat 70. XX wieku. Obecnie inna jest struktura podmiotów działających na rynku bankowym. W Anglii w XIX wieku istniało relatywnie niewiele banków, które działały wyłącznie na rynku lokalnym. Współcześnie funkcjonuje o wiele więcej banków i wiele z nich wykonuje operacje w skali międzynarodowej. Ta szersza skala działania powoduje, że współcześnie bankowi łatwiej jest zaspokoić swój popyt na pieniądź na rynku międzybankowym, wykorzystując różne rynki lokalne i rynek globalny. W konsekwencji uzasadnienie dla aktywnego działania pożyczkodawcy ostatniej szansy wydaje się być mniejsze⁹.

Jednak również współcześnie, mimo zaistniałych zmian na rynkach finansowych, zwłaszcza wzrostu ich wielkości i pojawienia się nowych uczestników i nowych instrumentów, wiele banków przeżywających poważne trudności o charakterze płynnościowym może mieć kłopoty z dostępem do pożyczek z rynku międzybankowego.

Teoretycznie nadwyżka płynności w jednym banku może być przetransferowana do banku mającego kłopoty z płynnością poprzez realizację transakcji na rynku międzybankowym. Aby jednak osiągnąć taki efekt, rynek międzybankowy musi działać efektywnie. Na normalnie funkcjonującym rynku międzybankowym możliwość pozyskania przez bank środków finansowych z tego rynku świadczy o tym, czy bank jest wypłacalny, czy też jest on niewypłacalny i istnieje poważne ryzyko jego upadłości. Jednakże rynek międzybankowy nie zawsze działa w sposób doskonały i w pewnych warunkach wypłacalne instytucje mogą również nie być w stanie pożyczyć na nim środków finansowych. Literatura identyfikuje trzy źródła takich problemów, a wszystkie one wynikają z istniejącej asymetrii dostępu do informacji o sytuacji na rynku. Po pierwsze, uczestnicy rynku międzybankowego mają dostęp tylko do niepełnych informacji. W efekcie, wśród uczestników rynku wątpliwości mogą dotyczyć wypłacalności również takiego banku, który powinien być uznany

⁹ *Ibidem*, s. 2–3.

za zdrowy. Warto wspomnieć, że władze państwowe są najczęściej w nieporównanie lepszej sytuacji niż bank komercyjny, gdyż mają one możliwość przeprowadzenia pełniejszej oceny sytuacji finansowej innego banku, szczególnie gdy mają one dostęp do informacji zbieranych przez nadzór bankowy. Po drugie, uczestnicy rynku międzybankowego mogą stać się bardziej ostrożni w czasie kryzysu. M. Flannery rozwija model z niekompletnymi danymi, aby zilustrować to zjawisko. Pokazuje on, że gdy problem płynności jest niewielki, bank z nadwyżką płynności powinien być w stanie pożyczyć środki wszystkim bankom z niedostateczną płynnością i zwrot z takiej inwestycji powinien być dla niego satysfakcjonujący. Zwykle jednak nadwyżki jednego banku nie są wystarczające, aby pożyczyć płynnych środków finansowych wszystkim bankom aktualnie ich potrzebujących. Taka sytuacja powoduje wzrost ryzyka poniesienia straty przez dostawcę środków finansowych na skutek mniejszej dywersyfikacji pożyczanych środków. Zdaniem M. Flannerego to ryzyko stanowi argument przemawiający na rzecz zaangażowania się banku centralnego w pożyczanie środków finansowych instytucjom znajdującym się w trudnym okresie. Przewaga banku centralnego nie wynika jednak z posiadania pełniejszych informacji, ale raczej z posiadania potencjału pozwalającego na zrealizowanie zysków wynikających z dywersyfikacji pożyczania środków różnym pożyczkobiorcom o niskim poziomie płynności¹⁰. Po trzecie, X. Freixas, B. Parigi i J. C. Rochet w swoim modelu rozważają sytuację, w której płynność na rynku międzybankowym może skończyć się, ponieważ każdy bank odmawia udzielenia pożyczki na skutek obaw, że on sam nie będzie w stanie w przyszłości pożyczyć pieniędzy na rynku, aby pokryć swoje niedobory płynnych środków finansowych w miarę rozwoju sytuacji kryzysowej na rynku bankowym. W wyniku rozszerzania się sytuacji kryzysowej na rynku międzybankowym te oczekiwania stają się samospełniającą się przepowiednią na skutek działania mechanizmu podobnego do runu na banki¹¹.

Potencjalni pożyczkodawcy obawiają się utraty swoich środków finansowych na skutek niestabilnej sytuacji finansowej banku – dłużnika znajdującego się w kłopotach lub też nie mają oni dostatecznej wiedzy o faktycznej kondycji ekonomicznej banku ubiegającego się o pożyczkę. Ta obawa jest powiększana poprzez specyficzny charakter udzielania lokat międzybankowych, wyrażający się m.in. brakiem możliwości żądania jakiegokolwiek prawnej formy zabezpieczenia spłaty kredytu (takich jak zastaw, cesja, etc.). W przypadku zatem uzyskania odmowy udzielenia pożyczki od innego banku, jedynym ratunkiem dla banku nie mającego dostatecznych płynnych środków może okazać się zaciągnięcie pożyczki w banku centralnym i stąd

¹⁰ M. Flannery, *Financial Crises, Payment System Problems and Discount Window Lending*, „Journal of Money, Credit and Banking” 1996, Vol. 28, s. 804–824 za: *Lender of last resort: a review of the literature*, Financial Stability Review, Bank of England, November 1999, s. 154.

¹¹ X. Freixas, B. Parigi, J. C. Rochet, *Systemic Risk, Interbank Relations and Liquidity Provision by Central Bank*, Mimeo, IDEI 1998 za: *Lender...*, *op. cit.*, s. 161.

jego rola określana jako pożyczkodawca ostatniej szansy. Jeszcze większą rolę może odgrywać pożyczkodawca ostatniej szansy w przypadku powstania zaburzeń o charakterze systemowym, wykraczającym poza problemy pojedynczego banku.

Niektórzy autorzy podkreślają, że w miarę rozwoju rynku międzybankowego rola pożyczkodawcy ostatniej szansy przesuwana się z zabezpieczenia płynności dla małych deponentów na rzecz neutralizacji „nowoczesnych” form zagrożeń, gdzie duży, dobrze poinformowany inwestor odmawia odnowienia kredytu na rynku międzybankowym. Bank centralny może wówczas podjąć decyzję o zasileniu płynnością takiej instytucji. Zwraca się także uwagę, że uniknięciu runu na bank ze strony klientów może służyć ustanowienie wymagań regulacyjnych dla banków o charakterze ostrożnościowym, np. w zakresie ustanowienia minimalnych norm wypłacalności i płynności banku komercyjnego. Jednak przeciwko wprowadzaniu restrykcyjnych regulacji dla banków przemawia wysoki koszt ich stosowania, obniżenie zysku i w efekcie wpływa na negatywne oceny takiego rozwiązania z punktu widzenia wysokości zwrotu z kapitału oczekiwanego przez właścicieli banku. Ponadto, takie środki, stosowane *ex ante*, mogą mieć tylko częściowy skutek i nie uchronią całkowicie banku przed ryzykiem utraty płynności. Z tego powodu regulacje ostrożnościowe muszą być uzupełnione istnieniem funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy. Uruchomienie pożyczki przez bank centralny może wyeliminować run na banki ze strony jego klientów¹².

Pominięte tu zostają poglądy dotyczące pożyczkodawcy ostatniej szansy, prezentowane w literaturze przedmiotu w trakcie całego XX wieku. Takie podejście podyktowane jest mnogością prezentowanych rozwiązań, które były adekwatne do poziomu rozwoju rynku finansowego w poszczególnych okresach minionego stulecia. Główna uwaga zostanie natomiast skoncentrowana na okresie największego rozwoju rynków finansowych, a więc przede wszystkim na poglądach przedstawianych pod koniec XX wieku.

Współcześni ekonomiści monetarni w odmienny sposób przedstawiają klasyczne podejście do kwestii pożyczkodawcy ostatniej szansy. M. Friedman i A. J. Schwartz w swojej książce pt. *Historia monetarna* zwracają uwagę na znaczącą rolę paniki bankowej z punktu widzenia stabilności monetarnej w Stanach Zjednoczonych. Zdaniem tych autorów, struktura systemu bankowego w USA, istniejąca w XIX wieku, przyczyniała się do utrzymywania się wysokiego poziomu wrażliwości społecznej na pojawianie się oznak paniki bankowej. Dopiero ustanowienie w 1934 r. federalnego systemu gwarantowania depozytów dostarczyło lekarstwa na tę wrażliwość sektora bankowego. Jednocześnie jednak M. Friedman i A. J. Schwartz podkreślali duże znaczenie silnego i odpowiedzialnego przywództwa w procesie podejmowania interwencji na rynku finansowym, zmierzających do złagodzenia

¹² J.-C. Rochet, X. Vives, *Coordination failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right After All?*, INSEAD Working Papers, Fontainebleau, France 2002, s. 3–4, 34–36.

obaw opinii publicznej, zanim zostaną podjęte jakiegokolwiek działania przez system gwarantowania depozytów¹³.

A. J. Schwartz argumentuje, że wszystkie istotne kryzysy finansowe w Wielkiej Brytanii i w Stanach Zjednoczonych wybuchły, gdy władzom monetarnym nie udało się zademonstrować na początku pojawienia się perturbacji gotowości do zaspokojenia popytu na kredyt zgłaszany przez wszystkich dobrych kredytobiorców oraz popytu na pieniądź ze strony deponentów banków. W efekcie uważa ona, że istnienie systemu gwarantowania depozytów nie jest konieczne dla zapobiegania wybuchom paniki na rynku bankowym.¹⁴

Zdaniem D. W. Diamonda i P. H. Dybviga struktura aktywów i pasywów pośredników finansowych powoduje powstawanie kryzysów ekonomicznych. Bank, przyjmując od klientów depozyty na żądanie, może poprawić swoją pozycję na konkurencyjnym rynku bankowym poprzez brak zachowania pełnej symetrii zapadalności swoich aktywów i wymagalności pasywów. Taka polityka banku jest w praktyce możliwa, gdyż różni ludzie wyrażają odmienne preferencje dotyczące momentu, w którym chcą oni przeznaczyć swoje środki finansowe na konsumpcję. Przyjmowanie depozytów na żądanie i przekształcanie ich w długoterminowe aktywa generuje jednak ryzyko powstania runu na bank, tj. sytuacji, w której znaczna część deponentów wpadnie w panikę i zdecyduje się na natychmiastowe wycofanie swoich pieniędzy z banku (także te osoby, które planowały konsumpcję w późniejszym terminie). Run na bank może spowodować jego realne problemy, ponieważ w takiej sytuacji nawet bank w dobrej kondycji ekonomicznej musi dokonać zmian w terminach zapadalności swoich inwestycji, co oznacza kłopoty dla kredytobiorców. Dodatkowo, bank musi sprzedać niemal wszystkie swoje aktywa, nawet jeśli tylko część deponentów zdecyduje się wycofać swoje depozyty, gdyż bank – na skutek trudności płynnościowych – jest zmuszony zaakceptować sprzedaż swoich aktywów ze stratą. Dlatego też tak istotną rolę może odgrywać system gwarantowania depozytów i pożyczkodawca ostatniej szansy. Ta funkcja banku centralnego powinna polegać na kupowaniu (za dochody podatkowe) aktywów banku (mającego trudności z bieżącym regulowaniem płatności) po cenie wyższej niż wynosi wartość, jaką mógłby uzyskać ten bank, gdyby przymusowo musiał on upłynnić część swoich aktywów na rynku finansowym.

D. W. Diamond i P. H. Dybvig porównują też efekty działań pożyczkodawcy ostatniej szansy i systemu gwarantowania depozytów. Ich zdaniem skutki transferu dokonanego do banku z każdego z tych systemów będą podobne, przy założeniu

¹³ M. Friedman, A. J. Schwartz, *A Monetary History* za: M. Bordo, *The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Richmond, January/February 1990, s. 20.

¹⁴ A. J. Schwartz, *Real and Pseudo- Financial Crisis*, [w:] F. Capie, G. E. Wood, *Financial Crisis and the World Banking System*, MacMillan, London 1986 za: M. Bordo, *The Lender...*, *op. cit.*, s. 20.

braku ryzyka takiej działalności. Natomiast przy analizie uwzględniającej ryzyko pożyczkodawca nie jest tak wiarygodny jak system gwarantowania depozytów. Jeśli od pożyczkodawcy wymaga się zawsze podejmowania działań na rzecz ratowania banku mającego trudności z płynnością, to zasada ta może stanowić bodziec dla banku do podejmowania większego ryzyka. Natomiast, jeśli pożyczkodawca ostatniej szansy nie jest zmuszony do podjęcia interwencji w każdym przypadku zagrożenia płynności banku, to wówczas run na bank może pojawić się w wyniku zmiany oceny deponentów dotyczącej wiarygodności banku. Run może pojawić się nawet wówczas, gdy w odczuciu społecznym istnieje generalna wola pożyczkodawcy ostatniej szansy ratowania banków przeżywających trudności finansowe. W przeciwieństwie jednak do systemu gwarantowania depozytów, pożyczkodawca nie jest zobowiązany do działania w sytuacjach kryzysowych. Na korzyść systemu gwarantowania depozytów przemawia to, że może on zawierać nieuchronny system kar dla kierownictwa i właścicieli banku w przypadku bankructwa banku¹⁵.

B. Meltzer zauważa, że bank centralny powinien pozwolić upaść niewypłacalnym bankom, gdyż uniemożliwienie upadłości banku stanowiłoby zachętę dla instytucji finansowych do podejmowania większego ryzyka. Idąc tym tokiem rozumowania, należy oddzielić ryzyko upadłości poszczególnych instytucji finansowych od łącznego ryzyka sektora bankowego poprzez określenie zasad działania pożyczkodawcy ostatniej szansy, które zapobiegają przekształceniu się problemu utraty płynności poszczególnych banków w powszechną epidemię niewypłacalności instytucji finansowych. Autor podkreśla także, że najgorsze przypadki paniki na rynkach finansowych pojawiały się na skutek zaniechania przez bank centralny działań zgodnych z zasadami określonymi przez W. Bagehota. Jednocześnie B. Meltzer w sposób zwięzły na nowo przedstawił zasady W. Bagehota, wskazując że:

- ❖ aby zapobiec upadłości banku mającego trudności z płynnością, bank centralny powinien udzielać pożyczek pod wszelkiego rodzaju zabezpieczenia, które są przedmiotem obrotu w normalnych warunkach prowadzenia biznesu,
- ❖ pożyczki banku centralnego powinny być dużych rozmiarów i oprocentowane powyżej stóp rynkowych,
- ❖ wymienione wyżej zasady powinny być określone wcześniej i bank centralny powinien zgodnie z nimi postępować w okresie kryzysu.¹⁶

Zdaniem M. Goodfrienda i R. G. Kinga bank centralny pełni funkcję pomocy kredytowej dla banków w sytuacjach zagrożenia. Pomoc stanowią fundusze dostępne na krótki okres dla indywidualnych banków przeżywających problemy finansowe.

¹⁵ D. W. Diamond, P. H. Dybvig, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Vol. 24, No. 1, Winter 2000, s. 14–23.

¹⁶ B. Meltzer, *Financial Failures and Financial Policies*, [w:] G. G. Kaufman, R. C. Kormendi, *Deregulating Financial Service: Public Policy in Flux*, Ballinger Publishing Company, Cambridge 1986, s. 83–85 za: M. Bordo, *The Lender...*, *op. cit.*, s. 20–21.

Nikt nie uznaje przy tym, że środki finansowe powinny być dostarczane w celu zapobiegnięcia upadłości niewypłacalnego banku. Fundusze mogą być wykorzystane na pomoc bankom wypłacalnym. Rozróżnienie między brakiem płynności a niewypłacalnością jest zatem elementem krytycznym w procesie zarządzania środkami udostępnianymi bankom. Zdolność do tak selektywnego udzielania kredytu zależy od zasobów i metod, jakimi bank centralny dysponuje w celu odróżnienia banku niewypłacalnego od banku niepłynnego¹⁷.

Autorzy przyrównują politykę udzielania pożyczek przez bank centralny poszczególnym bankom komercyjnym do świadczenia przez banki prywatne usługi otwarcia linii kredytowej dla swoich klientów¹⁸. Zasadnicza różnica polega, ich zdaniem, wyłącznie na masie pieniądza. W przypadku pożyczek z banku centralnego chodzi o znaczne kwoty środków pieniężnych, mające dużą siłę oddziaływania na sytuację na rynku. W tym przypadku bank centralny nie musi podejmować działań z zakresu polityki monetarnej, rozumianej jako wpływanie na zmianę ilości pieniądza w obiegu. Zdaniem autorów pożyczanie przez bank centralny środków poszczególnym bankom może nie być istotne dla prowadzenia tej polityki, skoro może ono być zrównoważone przez bezwarunkowy zakup skarbowych papierów wartościowych od innych banków. Takie działanie banku centralnego jest natomiast instrumentem polityki bankowej, przez którą autorzy definiują działania o charakterze regulacyjnym, nadzorczym oraz wpływające na zmianę struktury aktywów banku centralnego. Autorzy podkreślają, że udzielenie wsparcia musi być poprzedzone analizą sytuacji i zdiagnozowaniem banku jako niewypłacalnego lub mającego problemy płynnościowe. Działania takie muszą być podejmowane nawet w sytuacji, gdy uzyskanie informacji o kondycji banku może być trudne lub kosztowne. Autorzy kończą tę część wywodu wnioskiem, że pożyczanie środków poszczególnym bankom mogło być użyteczne na początku XX wieku, jednak współczesny wysoki rozwój rynków finansowych umożliwia efektywne dostarczenie środków finansowych ze źródeł prywatnych¹⁹.

W opinii M. Goodfrienda i R. G. Kinga inaczej sytuacja przedstawia się w przypadku podejmowania przez bank centralny działań w celu zapobieżeniu systemowemu kryzysowi na rynku bankowym. W takich przypadkach pożyczki banku centralnego stanowią wyłącznie element polityki monetarnej, gdyż są one udzielane w celu okresowego zwiększenia ilości pieniądza w obiegu. Problemem jest bowiem zaspokojenie czasowo wyższego popytu na pieniądz i można rozwiązać go tylko w ramach polityki pieniężnej. Działania takie mogą być skutecznie podejmowane bez stosowania kosztowych regulacji i nadzoru. Polityka bankowa nie może

¹⁷ M. Goodfriend, R. G. King, *Financial Deregulation, Monetary Policy and Central Banking*. Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review, 1988, Vol. 74, No. 3, s. 9.

¹⁸ *Ibidem*, s. 11.

¹⁹ *Ibidem*, s. 19.

oddziaływać na poziom stóp procentowych, których wzrost obserwuje się w sytuacji większego popytu na pieniądź. Polityka bankowa może natomiast odegrać rolę w zapobieganiu powstawaniu kryzysów, gdy w wyniku wzrostu rynkowych stóp procentowych rozprzestrzenia się zjawisko niewypłacalności banków. W takim przypadku działania w ramach polityki monetarnej będą nieefektywne. Działania podejmowane w ramach polityki bankowej mogą mieć również wartość społeczną, jeśli czasowo koszty związane z rozprzestrzenianiem się zjawiska niewypłacalności są wysokie. Autorzy podkreślają jednak, że transfery z banku centralnego do zagrożonych instytucji finansowych powodują przynajmniej redystrybucję bogactwa między różnymi klasami w społeczeństwie. Ponadto, stworzenie niewłaściwych bodźców do podejmowania ryzyka i zarządzania płynnością może prowadzić do poważniejszych i częstszych kryzysów finansowych. Dlatego też autorzy konkludują, że w żaden sposób nie można udowodnić, iż w przypadku kryzysu systemowego istnieje polityka bankowa mogąca odegrać pożyteczną rolę²⁰.

Reasumując, M. Goodfriend i R. A. King opowiadają się za wykonywaniem funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy wyłącznie przy użyciu operacji otwartego rynku, tak aby skutecznie zwiększyć zasób pieniądza „o dużej mocy oddziaływania”. Autorzy określają to jako politykę monetarną. Pożyczanie środków poszczególnym bankom nie powoduje zmian w zasobie pieniądza „o dużej mocy”, więc uważają oni podejmowanie takich działań za zbyteczne²¹. M. Goodfriend zastanawia się też, dlaczego bank centralny może pożyczać środki bankom taniej niż czyni to sektor prywatny. Jego zdaniem jest to możliwe tylko z jednego powodu: spłata takiej pożyczki jest w pełni zabezpieczona papierami wartościowymi, podczas gdy w obrocie międzybankowym banki nie mogą – w świetle obecnie obowiązujących regulacji – udzielać pożyczek pod zabezpieczenie²².

Analizując poglądy M. Goodfrienda, można zauważyć również, że ten autor podziela także pogląd M. Friedmana i A. J. Schwarza, iż system gwarantowania depozytów jest niewystarczającym instrumentarium z punktu widzenia ochrony systemu bankowego jako całości przed szokami rynkowymi. Podkreśla to rolę polityki monetarnej w sytuacjach kryzysowych.

Krytycy teorii M. Goodfrienda i R. A. Kinga zwracają jednak uwagę, że może ona wyglądać atrakcyjnie tylko na pierwszy rzut oka. W praktyce wykorzystanie wyłącznie kanału transferów między podmiotami prywatnymi dla rozwiązania problemu braku płynności poszczególnych instytucji finansowych może być bo-

²⁰ *Ibidem*, s. 17, 20.

²¹ M. Goodfriend, R. A. King, *Financial Deregulation, Monetary Policy and Central Banking*, [w:] W. S. Haraf, R. M. Kushmeider, *Restructuring Banking and Financial Services in America*, American Enterprise Institute, Washington 1988 za: M. Bordo, *The Lender...*, *op. cit.*, s. 21.

²² M. Goodfriend, *Money, Credit, Banking and Payments System Policy*, [w:] D. B. Humphrey, *The US Payments Systems: Efficiency, Risk and the Role of the Federal Reserve*, Kluwer Academic Publishers, Boston 1989 za: M. Bordo, *The Lender...*, *op. cit.*, s. 21.

wiem skuteczne tylko przy założeniu, że rynek międzybankowy (zarówno transakcji repo, jak i rynek operacji niezabezpieczonych) funkcjonuje w sposób doskonały. W praktyce to założenie kontrastuje z założeniem dotyczącym asymetrii informacji, która jest uważana za główne uzasadnienie istnienia banków²³.

Ch. Goodhart wyraża odmienny pogląd na temat pożyczkodawcy ostatniej szansy niż M. Goodfriend i R. A. King, i opowiada się za udzielaniem czasowej pomocy przez bank centralny niewypłacalnym bankom komercyjnym. Argumentuje on, że rozróżnienie między brakiem płynności a brakiem wypłacalności dla potrzeb podejmowania decyzji przez pożyczkodawcę ostatniej szansy jest mitem. Bank wymagający takiej pomocy z powodów płynnościowych jest w większości przypadków podejrzewany również o brak wypłacalności. Jednak na skutek trudności z dokonaniem wyceny aktywów banku komercyjnego i potrzeby szybkiego działania bank centralny będzie zwykle musiał podejmować decyzję o udzieleniu wsparcia finansowego wiedząc, że równocześnie istnieją wątpliwości dotyczące jego wypłacalności. W momencie udzielania pożyczki bank centralny nie będzie wiedział, jak zła jest sytuacja ekonomiczna w zagrożonym banku²⁴.

Uzasadnieniem dla pełnienia roli pożyczkodawcy ostatniej szansy wobec pojedynczych banków są operacje otwartego rynku, które stanowią podstawowy instrument realizacji polityki monetarnej w sposób ciągły. Zdaniem zwolenników tej tezy nie ma żadnej różnicy między polityką monetarną i wsparciem sektora bankowego w ramach realizacji funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy, wskazując że pożyczki w ramach wsparcia płynności rynku jako całości służą łagodzeniu poziomu stóp procentowych na rynku bankowym. Jeśli zatem nie ma żadnej różnicy między operacjami otwartego rynku i zasilaniem w płynność całego rynku bankowego, to C. A. E. Goodhart proponuje ograniczyć stosowanie pojęcia pożyczkodawcy ostatniej szansy tylko do wsparcia przez bank centralny indywidualnych banków²⁵.

Podstawowym powodem, dla którego udzielanie pożyczki przez bank centralny pojedynczemu bankowi jest uznawane za lepsze rozwiązanie od pożyczki udzielonej przez inny bank prywatny, jest wymieniona wyżej nieefektywność rynku międzybankowego, skutkująca trudnościami w zaciągnięciu pożyczki na tym rynku przez wypłacalny bank od innego banku komercyjnego. Z punktu widzenia polityki pieniężnej warto też podkreślić, że pożyczanie środków przez bank centralny pojedynczemu bankowi komercyjnemu może zostać zrównoważone przez zmniejszenie płynności całego rynku bankowego w wyniku przeprowadzonych operacji otwartego rynku. W efekcie może nastąpić zmiana struktury aktywów banku centralnego bez

²³ X. Freixas, B. M. Parigi, J.-Ch. Rochet, *The Lender of Last Resort: A 21st Century Approach*, „Journal of European Economic Association”, Vol. 2, No. 6, December 2004, s. 1085.

²⁴ Ch. Goodhart, *The Evolution of Central Banks*, London School of Economics and Political Science, London 1985, s. 35.

²⁵ C. A. E. Goodhart, *Myths About the Lender of Last Resort*, *International Finance* 2:3, 1999 za: *Lender...*, *op. cit.*, s. 157.

zmiany całkowitej podaży pieniądza na rynku. Należy odnotować, że rozróżnienie między brakiem płynności i niewypłacalnością jest rzadko rozstrzygane w praktyce. C. A. E. Goodhart i H. Huang uważają, że czas, w którym musi być podjęta decyzja o udzieleniu pomocy, jest zbyt krótki, aby bank centralny mógł wypracować stabilny pogląd na temat wypłacalności banku. Co więcej, bank, który *ex ante* wydaje się być wypłacalny, może przestać nim być *ex post*, np. na skutek zmiany sytuacji makroekonomicznej²⁶.

Pomoc udzielana w sytuacji awaryjnej w najbardziej restrykcyjnej formie na rzecz wypłacalnych, ale niedostatecznie płynnych banków, nie rodzi teoretycznie żadnego ryzyka dla banku centralnego na skutek wymaganego zabezpieczenia spłaty pożyczki. W praktyce jednak na skutek załamania na rynku finansowym wartość zabezpieczenia przyjętego przez bank centralny może spaść poniżej kwoty udzielonej pomocy i generować w ten sposób ryzyko poniesienia straty przez bank centralny. Wiele banków centralnych nie mogłoby ponosić samodzielnie takiego ryzyka i wówczas takie zaangażowanie wymaga gwarancji rządowych²⁷.

Upadłość ewidentnie niewypłacalnego banku może powodować systemowe zagrożenie dla rynku finansowego. W takiej sytuacji władze państwowe mogą rozważać podjęcie środków *ex ante*, mając świadomość, że problemy banku dotyczą braku kapitałów, a nie niedostatecznego poziomu płynności. Z punktu widzenia całego rynku finansowego może bowiem okazać się, że mniej kosztowne jest przeprowadzenie restrukturyzacji niewypłacalnego banku niż dopuszczenie do jego upadłości. J. Guttentag i R. Herring zauważają, że banki są zwykle więcej warte, gdy funkcjonują niż, gdy upadną. Stanowi to podstawowe uzasadnienie dla przejęcia banku w złej sytuacji przez dobrego bank²⁸.

Niestabilność finansową wynikającą z upadłości jednego z banków cechuje nerwowość i w efekcie zachowania deponentów stają się nieprzewidywalne. W takiej sytuacji bardziej prawdopodobne jest popełnienie przez bank centralny błędów w zakresie realizowanej polityki monetarnej. Z drugiej strony, pomoc bankowi niemającemu wystarczającej płynności, który potem okaże się niewypłacalny, będzie skutkować poniesieniem strat finansowych przez bank centralny na skutek jego zaangażowania kapitałowego, a w konsekwencji także obniżeniem się reputacji banku centralnego. Dlatego też bank centralny powinien zważyć w praktyce, jaki jest prawdopodobny koszt dostarczenia kapitału do prawdopodobnie niewypłacal-

²⁶ C. A. E. Goodhart, H. Huang, *A Model of the Lender of Last Resort*, LSE Financial Markets Group Discussion Paper 1999, dpo 131.

²⁷ C. A. E. Goodhart, D. Schoemaker, *Institutional Separation between Supervisory and Monetary Agencies*, LSE Financial Markets Group Special Paper 1993, No. 52.

²⁸ J. Guttentag, R. Herring, *The Lender of the Last Resort Function in an International Context*, Princeton Essays in International Finance 1983, Number 151, May za: *Lender...*, *op. cit.*, s. 158.

nego banku w stosunku do kosztu niestabilności, która może pojawić się w wyniku upadłości niewypłacalnego banku.

P. Stella argumentuje, że bank centralny może nie potrzebować kapitału w taki sam sposób jak potrzebują go banki komercyjne. W bankach komercyjnych jest on bowiem niezbędny jako bufor na wypadek poniesienia strat oraz jako kapitał początkowy konieczny do rozpoczęcia działalności. Te przyczyny gromadzenia kapitału nie mają tak istotnego znaczenia w banku centralnego, co powoduje mniejszą wagę kapitału subskrybowanego dla banku centralnym. Niemniej jednak niekorzystny bilans banku centralnego może powodować trudności w zachowaniu niezależności banku centralnego i w skutecznej realizacji polityki pieniężnej i walutowej²⁹. Dlatego też rząd powinien również uczestniczyć w podejmowaniu decyzji dotyczącej dostarczenia kapitału niewypłacalnemu bankowi, przy czym rząd może kierować się także innymi przesłankami pomocy dla niewypłacalnego banku niż bank centralny (np. uwzględniając konsekwencje społeczne podjęcia lub zaniechania określonych działań).

Również R. M. Solow jest zwolennikiem udzielenia pomocy finansowej na rzecz niewypłacalnego banku. Jego zdaniem bank centralny jest odpowiedzialny za stabilność całego systemu finansowego, a problemy finansowe każdego banku, w tym zwłaszcza systemowo ważnego, zmniejszają zaufanie do całego systemu finansowego. Autor ma przy tym świadomość ryzyka skutków takiego sposobu zachowania banku centralnego (np. hazardu moralnego, czyli podejmowania większego ryzyka przez banki i ograniczenia skłonności społeczeństwa do monitorowania poziomu ryzyka podejmowanego przez banki)³⁰.

Według R. Repullo instytucja pożyczkodawcy ostatniej szansy byłaby niepotrzebna, gdyby informacje uzyskiwane przez nadzór bankowy były w pełni wiarygodne i obiektywne. W takiej sytuacji nadzór mógłby interweniować wcześniej, aby zastosować rozwiązania optymalne ze społecznego punktu widzenia, gdy koszty podjęcia działań są też ograniczone. Jednak w praktyce informacje uzyskiwane w wyniku przeprowadzania kontroli w banku obciążone są zwykle wieloma subiektywnymi ocenami, powodując, że są w rzeczywistości nie w pełni obiektywne. W takiej sytuacji zamiast wcześniejszej reakcji nadzoru bankowego podejmowanie decyzji w sprawie konkretnego banku jest delegowane do pożyczkodawcy ostatniej szansy, który porównuje oczekiwane skutki wsparcia lub zaniechania pomocy bankowi³¹.

²⁹ P. Stella, *Do Central Banks Need Capital?*, IMF Working Paper 1997, No. 83.

³⁰ R. M. Solow, *On the Lender of Last Resort*, [w:] C. P. Kindleberger, J. P. Laffargue, *Financial Crisis: Theory, History and Policy*, Cambridge University Press, Cambridge 1982 za: M. Bordo, *The Lender...*, *op. cit.*, s. 21.

³¹ R. Repullo, *Liquidity, Risk-Taking, and the Lender of Last Resort*, February 2006, s. 3.

Rozwinięcie teorii R. Repullo, dotyczącej uwarunkowań instytucjonalnych pożyczkodawcy ostatniej szansy, zostało przedstawione w opracowaniu Ch. M. Kahna i J. Santosa. Ich zdaniem na skutek przyjęcia założenia, że regulacje są określane tylko przez jeden organ władzy, w teorii pomija się kwestie instytucjonalnej alokacji uprawnień regulacyjnych. W praktyce bowiem banki są regulowane przez instytucje o pokrywających się uprawnieniach, a niektóre z tych instytucji mogą być nawet w konflikcie między sobą. Nawet jeśli cele poszczególnych instytucji mogą być określone precyzyjnie, aby były one wzajemnie spójne i wykluczające się, to nie można, niestety, wykluczyć ryzyka pojawienia się konfliktu między celami tych instytucji, m.in. na skutek niedoskonałości w monitorowaniu zachowań tychże instytucji. Rozwijając teorię R. Repullo, autorzy badali skutki istnienia konkurencji w zakresie realizacji funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy – zarówno konkurencji między regulatorami i pożyczkodawcami prywatnymi, jak i konkurencję między regulatorami³².

Zdaniem Ch. M. Kahna i J. Santosa typowy opór regulatora przed podejmowaniem decyzji o ogłoszeniu upadłości banku stanowi wyzwanie dla polityki regulacyjnej, która powinna zmniejszać pokusę organów władzy bycia wyrozumiałym dla upadających banków. Autorzy proponują w tym zakresie dwa podejścia.

W pierwszym rozwiązaniu, jeśli możliwe jest wcześniejsze określenie wysokości stóp procentowych, po których będą pożyczane środki finansowe w ramach wspierania płynności, to funkcja pożyczkodawcy ostatniej szansy może być wyłącznym uprawnieniem jednej instytucji – banku centralnego. Wówczas inny regulator, jako system gwarantowania depozytów, jest uprawniony do zamknięcia działalności upadającego banku. Spłata pożyczki udzielonej na wsparcie płynności banku powinna być jednocześnie zabezpieczona przez system gwarantowania depozytów i w takiej sytuacji system gwarantowania depozytów miałby silny bodziec ekonomiczny, aby nie być wyrozumiałym dla banku, podczas gdy pożyczkodawca ostatniej szansy może skoncentrować się wyłącznie na problemie płynności banku.

W drugim podejściu zarówno bank centralny, jak i system gwarantowania depozytów, są gotowe działać jako pożyczkodawca ostatniej szansy i istnienie konkurencji między nimi może czynić bezcelowym wcześniejsze określenie wysokości stopy oprocentowania pożyczek udzielanych bankom. W tym modelu konkurencja ma wymusić niezbyt wysoki poziom stóp procentowych oferowanych bankowi mającemu trudności z płynnością. Spłata pożyczki nie jest zabezpieczana przez system gwarantowania depozytów i w efekcie pokusa nadmiernego pożyczania środków finansowych przez bank centralny będzie mniejsza, choć w takiej sytuacji rośnie zainteresowanie systemu gwarantowania depozytów, aby nie doprowadzać do upad-

³² Ch. M. Kahn, J. Santos, *Allocating bank regulatory powers: lender of last resort, deposit insurance and supervision*, BIS Working Papers No. 102, Bank for International Settlements, Basel 2001.

łości banku. Przy tym podejściu małe pożyczki powinny być udzielane przez bank centralny, a duże braki płynności rozwiązywane przez system gwarantowania depozytów. Rozróżnienie takie podyktowane jest różnym poziomem kosztów tych instytucji, powstających w przypadku upadłości banku. Jednak w przeciwieństwie do stanowiska R. Repullo, propozycja Ch. M. Kahna i J. Santosa przewiduje podział uprawnień w zakresie realizacji funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy, który powinien odbywać się na podstawie realnej konkurencji między regulatorami, a nie być kwestią dobrowolnej delegacji uprawnień między regulatorami.

Zdaniem autorów ta różnica podejścia wydaje się oczywista, jeśli pamięta się o asymetrii dostępu do informacji. Przeprowadzone badania pokazują, jak pobudki regulatorów prowadzą do wypaczenia decyzji dotyczących dzielenia się informacjami. Dlatego nie powinno się przyjmować założenia, że regulatorzy mają doskonałą skłonność do delegowania działalności pomocowej do tego spośród nich, który gromadzi informacje w danym zakresie. Badając przewagi w pozyskiwaniu danych, można odnotować, że bank centralny wykorzystuje informacje uzyskiwane z tytułu funkcji, jaką pełni on w systemie płatniczym oraz w zakresie polityki pieniężnej. Ta funkcja jest oczywiście kluczowa, ale takie badania nie uwzględniają problemu bodźców regulatora do pełnienia funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy. Ta kwestia powinna być przedmiotem dalszych badań³³.

Na powiązania między różnymi regulatorami zwracają uwagę także X. Freixas, B. M. Parigi i J.-Ch. Rochet. Ich zdaniem istnieje fundamentalna zależność między bankiem centralnym, rynkiem międzybankowym i nadzorem bankowym. Gdy nadzór bankowy nie jest na tyle efektywny, że nie mogą być zidentyfikowane niewypłacalne banki, to spready na rynku międzybankowym są wysokie i wówczas pojawia się miejsce dla działalności banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatniej szansy. Jeśli natomiast nadzór bankowy działa skutecznie, to rynek międzybankowy funkcjonuje dobrze i wówczas bank centralny ma ograniczoną rolę jako pożyczkodawca ostatniej szansy.

Autorzy rekomendują, aby niezależny bank centralny dostarczał pomocy w zakresie płynności w określonych okolicznościach i oddzielny nadzór bankowy działający w imieniu systemu gwarantowania depozytów, który ponosi koszty w przypadku upadłości banku. Wyzwaniem na XXI wiek jest współdziałanie różnych instrumentów: polityki monetarnej, nadzorczej i regulacyjnej sektora bankowego i funkcjonowania rynku międzybankowego. Wszystkie one, choć są kontrolowane i realizowane przez różne instytucje, powinny być zaprojektowane w logicznym związku. Tym samym współcześnie nie jest problemem określenie zadań pożyczkodawcy ostatniej szansy, lecz wkomponowanie jego roli w system regulacyjny dla banków. Głównym wynikiem badań autorów jest identyfikacja warunków, w których może pojawić się potencjalne pole do działania banku centralnego jako po-

³³ *Ibidem.*

życzkodawcy ostatniej szansy. Warunki te powinny być z góry znane wszystkim zainteresowanym stronom, a za najważniejsze z nich uznano: niedoskonały nadzór bankowy, wysoki koszt przeprowadzania ocen zdrowych firm, wysokie spready na rynku międzybankowym w okresie kryzysu. Autorzy zwracają uwagę, że w czasie kryzysu aktywa banku są bardzo ryzykowne, pożyczanie środków na rynku międzybankowym może wiązać się z wysokimi karami dla banku w postaci wysokiego spreadu oprocentowania na tym rynku. Gdyby jednak bank centralny miał możliwość dokonania zmiany kolejności zaspokajania roszczeń z aktywów banku komercyjnego, wówczas mógłby on pożyczać środki finansowe po koszcie niższym niż stawki obowiązujące na rynku międzybankowym³⁴.

Zupełnie inny pogląd reprezentują zwolennicy tzw. *free banking*, którzy sprzeciwiają się potrzebie realizacji przez jakikolwiek podmiot funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy. Ich zdaniem, jedyną przyczyną paniki na rynku bankowym mogą być restrykcje prawne dotyczące działania banków. Dla zwolenników tej teorii zarażenie kryzysem może wynikać tylko z braku pełnych informacji o sytuacji na rynku, ale w warunkach rynkowych rynek wtórny dostarcza odpowiednich danych informujących o sytuacji wszystkich banków. Te dane nie są może bezpośrednio dostępne wszystkim deponentom indywidualnym, ale istnieją izby rozliczeniowe, które mogą likwidować tę asymetrię dostępu do informacji wśród niektórych klientów. Izby rozliczeniowe mogą także wpływać na zmniejszenie paniki na rynku przez emisję certyfikatów pożyczkowych, które stanowiłyby swoisty substytut pieniądza. Zdaniem G. A. Selgina i K. Dowda funkcja pożyczkodawcy ostatniej szansy powstała na skutek pojawienia się monopolu na emisję pieniądza. Argumentują oni, że rozszerzenie w 1844 r. monopolu emisji pieniądza przez Bank Anglii na cały kraj spowodowało zwiększenie trudności w zaspokojeniu popytu deponentów na pieniądź w okresie napięć. Jednocześnie spowodowało to potrzebę pełnienia przez ten bank funkcji wyłącznego dostarczyciela pieniądza „o dużej mocy oddziaływania” w postaci pożyczkodawcy ostatniej szansy³⁵.

Na koniec przeglądu teorii pożyczkodawcy ostatniej szansy warto zwrócić uwagę na publikację S. Fischera, analizującego znaczenie pożyczkodawcy ostatniej szansy dla gospodarki krajowej. Zwraca on uwagę na sześć fundamentalnych pytań³⁶:

- ❖ czy bank centralny jest wyłącznym pożyczkodawcą ostatniej szansy,
- ❖ czy pożyczkodawca ostatniej szansy musi mieć zdolność tworzenia pieniądza o „dużej sile oddziaływania”,

³⁴ X. Freixas, B. M. Parigi, J.-Ch. Rochet, *The Lender...*, *op. cit.*, s. 1085.

³⁵ M. Bardo, *The Lender...*, *op. cit.*, s. 21–22.

³⁶ S. Fischer, *On the Need for an International Lender of Last Resort*, Paper for American Economic Association and the American Finance Association, International Monetary Fund, New York, January 3, 1999.

- ❖ czy bank centralny powinien pożyczać pod zabezpieczenia uznawane za dobre w okresie niekryzysowym,
- ❖ czy oprocentowanie pożyczki powinno być wysokie,
- ❖ czy pożyczkodawca powinien pożyczać tylko rynkowi, a nie indywidualnym podmiotom,
- ❖ czy zasady pożyczania środków finansowych na ratowanie płynności powinny być określone wcześniej.

Odnosząc się do pierwszej kwestii, S. Fischer zwraca uwagę, że w literaturze wymienia się dwie role opisywane jako pożyczkodawca ostatniej szansy. Po pierwsze, jest to pożyczkodawca kryzysowy – dostarciciel środków finansowych. Po drugie – podmiot zarządzający kryzysem, czyli instytucja biorąca na siebie odpowiedzialność za uporanie się z kryzysem lub potencjalnym kryzysem (niezależnie od faktu, czy ta instytucja pożycza pieniądze na ten cel). Historycznie w USA obie funkcje pełnił także Skarb Federalny, a nawet prywatne instytucje, jak izby rozliczeniowe czy J. P. Morgan w czasie kryzysu w 1907 r. Współcześnie bank centralny pełni często obie funkcje, niemniej jednak żadna z nich nie musi być wykonywana przez bank centralny. Oddzielenie obu funkcji staje się prawdopodobnie o wiele częstsze, gdy funkcja nadzoru bankowego jest oddzielana od banku centralnego.

W drugiej kwestii S. Fischer nie ma wątpliwości, że pieniądze o „dużej sile działania” pomagają przezwyciężyć kryzys, zwłaszcza w okresie runu na banki i zamiany depozytów na pieniądź. Wówczas w pierwszej kolejności uruchamiane są środki banku centralnego, a nie podatników. Jednak G. Kaufman podkreśla, że panika spowodowana popytem na pieniądź występuje rzadko. Wiele problemów bankowych wynika z przesuwania depozytów z banków uznanych za niezdrowe do banków, o których deponenci myślą, że są zdrowe³⁷. Zdaniem S. Fischera bank centralny jest najlepiej wyposażony w środki finansowe i w razie potrzeby szybkiego działania może on najsprawniej dostarczyć tych środków. Ale możliwe jest także powołanie odrębnej agencji i wyposażenie jej w środki finansowe, które będą mogły być skutecznie wykorzystane na pokrycie kosztów kryzysu. W praktyce ostatnich lat w wielu przypadkach środki banku centralnego nie były wykorzystywane. Szczególnie silna potrzeba istnienia takiej agencji występuje w krajach, które mają izbę walutową. W przypadku stałego związania kursu waluty z walutą innego kraju rola banku centralnego jest znacznie mniejsza, gdyż decydujące znaczenie w warunkach dążenia do utrzymania stałego kursu walutowego ma dostęp do zewnętrznego finansowania lub dostęp do rezerw walutowych (oficjalnych rezerw kraju). Bank centralny jest najlepszym podmiotem do podejmowania działań

³⁷ G. Kaufman, *The Truth about Bank Runs*, [w:] C. England, T. Huertas, *The Financial Services Revolution: Policy Directions for the Future*, Kluwer Academic Publishers, Boston 1988 za: S. Fischer, *On the Need for...*, *op. cit.*

w warunkach zmiennego kursu walutowego, gdyż wówczas może on dostarczyć płynności w wymaganej wielkości.

W zakresie zabezpieczeń S. Fischer uważa, że wymaganie zabezpieczeń przez pożyczkodawcę ostatniej szansy jest dobrym rozwiązaniem, gdyż w ten sposób ogranicza się skalę hazardu moralnego banków komercyjnych. Potencjalni pożyczkobiorcy wiedzą bowiem, że muszą mieć w swoim portfelu takie aktywa, które będą akceptowane jako zabezpieczenie spłaty pożyczki bankowi centralnemu. Ograniczenie jednak stosowania tej zasady poprzez uznanie, że zabezpieczenie jest wartościowe tylko w normalnej sytuacji (niekryzysowej) może natomiast działać w odwrotnym kierunku – wpływać na wzrost hazardu moralnego. Zwiększa się bowiem zakres aktywów, które mogą zostać uznane za zabezpieczenie spłaty pożyczki udzielonej przez pożyczkodawcę ostatniej szansy.

Karne oprocentowanie służy ograniczeniu popytu na środki finansowe pożyczkodawcy ostatniej szansy ze strony tych banków, które nie przeżywają trudności i muszą korzystać ze środków banku centralnego. Interpretuje się również, że wyższa cena ma ograniczać skalę hazardu moralnego. Jednak w warunkach kryzysu nie wiadomo, co oznacza pojęcie ‘karne oprocentowanie’, gdyż wyższe oprocentowanie jest odnoszone do poziomu stóp procentowych stosowanego w okresie przedkryzysowym. Zatem ten wyższy poziom musi być odnoszony do wielkości rynkowych stóp procentowych w okresie paniki na rynku finansowym. W praktyce jednak pożyczkodawca ostatniej szansy pożycza środki po cenie, która nie jest wyższa niż stopy rynkowe.

W zakresie wyboru między pomocą udzielaną rynkowi i poszczególnym instytucjom finansowym S. Fischer stoi na stanowisku, że biorąc pod uwagę możliwe skutki wynikające z upadłości dużej instytucji finansowej, poziom niepewności w okresie paniki dotyczącej warunków rynkowych następujących po kryzysie i trudności w określeniu instytucji, które przetrwają okres kryzysu, nie można *ex ante* ustanowić w tym względzie generalnych zasad postępowania pożyczkodawcy ostatniej szansy.

W sprawie wcześniejszego określenia zasad udzielania pomocy szeroką akceptację zyskała zasada konstruktywnej dwuznaczności. Zastosowanie tej zasady pozwala na ograniczenie skali zjawiska hazardu moralnego. W sytuacji bowiem, gdy banki nie będą pewne, czy uzyskają pomoc w chwili, gdy będą one jej potrzebować, zostają zmuszone do tworzenia swojego portfela aktywów w ostrożniejszy sposób.

Warto zaznaczyć, że do niektórych z wymienionych wyżej kwestii odnosili się nie tylko teoretycy, ale także sami zainteresowani, czyli banki centralne. Nie wszystkie banki centralne publikują swoje stanowisko w sprawie pełnienia roli pożyczkodawcy ostatniej szansy, co jest efektem stosowania w praktyce wspomnianej zasady konstruktywnej dwuznaczności. Najbardziej otwarte stanowisko w tej sprawie przyjmuje szwedzki Riksbank, co uzasadnia się wnioskami z doświadczeń z kryzysu bankowego w Szwecji w latach 80. XX wieku. Zdaniem szwedzkiego ban-

ku centralnego powstanie rynku międzybankowego nie likwiduje potrzeby istnienia pożyczkodawcy ostatniej szansy, gdyż często rynek ten nie działa efektywnie. Jednym z powodów takiego stanu jest brak informacji i w następstwie tego utrzymujący się brak zaufania do innych uczestników tego rynku. A zaufanie jest podstawą funkcjonowania rynku międzybankowego.

W zakresie warunków udzielania wsparcia płynnościowego dla Riksbanku zasadnicze znaczenie ma kwestia zabezpieczenia. Szwedzki bank centralny dopuszcza możliwość rozszerzenia listy aktywów banków stanowiących zabezpieczenie pożyczki z banku centralnego. Może ona obejmować nawet takie pozycje, jak kredyty bankowe i akcje. Także w zakresie oprocentowania pożyczki bank zajmuje elastyczne stanowisko. Generalnie akceptuje on koncepcję stosowania wyższego oprocentowania, jako swoistej kary ponoszonej przez bank mający trudności z utrzymaniem odpowiedniego poziomu płynności. Zwraca jednocześnie uwagę, że krótki termin, na jaki udzielana jest pożyczka, powoduje niewielkie negatywne skutki wyższego oprocentowania dla pożyczkobiorcy. Trzeba również uważać, aby przez ustanowienie wysokiego oprocentowania nie stracić podstawowego celu udzielenia pożyczki. Wyższe oprocentowanie może bowiem przyczynić się do powstania problemu wypłacalności pożyczkobiorcy³⁸.

Zupełnie odmienne podejście w zakresie publikowania informacji ma natomiast Bank Anglii. Prezes E. George, kierujący Bankiem w latach 90. XX wieku, w swoim wystąpieniu wskazywał, że bank stara się zwykle utrzymywać w tajemnicy fakt dostarczania pomocy systemowej. Jego zdaniem, jeśli ludzie wiedzą, że bank centralny jest zaniepokojony słabą sytuacją systemową w sektorze bankowym, która uzasadnia udzielenie pomocy, to mogłoby to prowadzić do szerszej utraty zaufania. Ludzie mogliby zastanawiać się, jak dalece może być taka pomoc zwiększana i moglibyśmy szybko znaleźć się w sytuacji, w której Bank Anglii faktycznie gwarantuje wszystkie zobowiązania sektora bankowego³⁹.

Krótki przegląd literatury przedmiotu XX wieku wskazuje na różnorodność opinii w zakresie funkcjonowania instytucji pożyczkodawcy ostatniej szansy. Większość jednak autorów opowiada się za istnieniem podmiotu pełniącego tę specyficzną funkcję. Potencjalne skutki dla systemu finansowego jako całości wynikające z upadłości banku z powodu braku płynności (ale wypłacalnego) są zapewne najważniejszą przesłanką dla istnienia pożyczkodawcy ostatniej szansy. Upadek dużego banku lub kilku mniejszych banków mógłby spowodować niestabilność systemu finansowego. Mógłby zagrozić zdolności systemu finansowego do wykonywania swoich zasadniczych funkcji, w tym w zakresie przeprowadzania rozliczeń

³⁸ *The Riksbank's role as lender of last resort*, Financial Stability Report, Riksbank, Stockholm 2003, No. 2, s. 57–73.

³⁹ E. A. J. George, *The Pursuit of Financial Stability*, Bank of England Quarterly Bulletin, February 1997, s. 113–118.

pieniężnych, efektywnej wyceny ryzyka i alokacji środków. Proces kredytowania jest szczególnie istotny dla niektórych grup klientów, którzy nie mają dostępu do środków finansowych na rynku kapitałowym, np. dla małych firm i gospodarstw domowych. Upadek banku może zatem oznaczać wstrzymanie kredytowania tych klientów. Decyzja w sprawie wsparcia banku w złej sytuacji powinna być wynikiem zważenia obecnych i przyszłych kosztów takiej pomocy w stosunku do kosztów ekonomicznych niestabilności finansowej. Dla wypełnienia swojej funkcji pożyczkodawca musi mieć pełną zdolność do dostarczenia płynności.

3. Hazard moralny

Pojęcie hazardu moralnego odnosi się do negatywnych skutków – z punktu widzenia firmy ubezpieczeniowej – jakie mogą pojawić się w zachowaniu ubezpieczonego w reakcji na istnienie ubezpieczenia. Hazard moralny pojawia się, gdy zapisy dotyczące ubezpieczenia, poprzez modyfikowanie skłonności podmiotu ubezpieczonego do podejmowania działań zapobiegawczych, zwiększają prawdopodobieństwo pojawienia się zdarzenia, które jest przedmiotem ubezpieczenia. Hazard ten odnosi się wyłącznie do zdarzeń pojawiających się w przyszłości – oczekiwań dotyczących rozwiązania określonych sytuacji w przyszłości.

Na kwestię ryzyka hazardu moralnego w związku z istnieniem instytucji pożyczkodawcy ostatniej szansy zwracali już uwagę klasycy – H. Thornton i W. Bagehot, o czym była już mowa. Dostarczanie kapitału do banku będącego w trudnościach może powodować dwojakiego rodzaju skłonności do hazardu. Po pierwsze, dostarcza ono bodźców bankowi i jego właścicielom do ponoszenia dodatkowego ryzyka. Bank może przykładać mniejszą wagę do analizy wniosku kredytowego oraz do monitoringu spłaty kredytu przez instytucje, którym bank pożyczył środki finansowe. Po drugie, możliwość dostarczenia kapitału do banku przeżywającego trudności finansowe może zmniejszać zachętę klientów banków do bieżącego monitorowania zachowań i wyników ekonomicznych banków, którym powierzają oni swoje środki finansowe. Zasilenie kapitałowe ze strony pożyczkodawcy ostatniej szansy zabezpiecza wszystkich klientów banku, i tym samym ma inne oddziaływanie niż system gwarantowania depozytów, który chroni tylko klientów indywidualnych⁴⁰.

Jeśli pożyczkodawca byłby w stanie odróżnić w sposób doskonały bank nie mający płynności od banku niewypłacalnego i interweniowałby tylko w celu zatrzymania nieuzasadnionej paniki, pozwalając jednocześnie na upadłość niewypłacalnego

⁴⁰ G. Kaufman, *Lender of Last Resort*, „A Contemporary Perspective Journal of Financial Services Research” 1991, Vol. 5, s. 123–150; J. C. Rochet, J. Tirole, *Interbank Lending and Systemic Risk*, *Journal of Money Credit and Banking* 1996, Vol. 28, s. 733–766 za: *Lender...*, *op. cit.*, s. 159.

banku, to menedżerowie i inwestorzy banku mogliby uzyskiwać prawidłowe bodźce zachowań. W zasadzie, gdy wsparcie o charakterze płynnościowym może być wyraźnie oddzielone od innych przyczyn perturbacji w banku, to zjawisko hazardu moralnego powinno ograniczać się do ewentualnych nieprawidłowości w zarządzaniu ryzykiem płynności. Wsparcie kapitałowe może jednak zwiększać oczekiwanie, że instytucja finansowa jest ubezpieczona na wypadek złego zarządzania w obszarze wszystkich typów ryzyk, włączając ryzyko kredytowe i ryzyko rynkowe⁴¹.

Jeśli jednak pożyczkodawca nie ma możliwości dokonania powyższego rozróżnienia w sposób doskonały, to wówczas potrzebne są środki mogące zmniejszyć ryzyko pojawienia się hazardu moralnego wśród kierownictwa firm i inwestorów. Środki takie powinny obejmować: oficjalne regulacje, zachęty dla sektora prywatnego do monitorowania sytuacji i samoregulacji oraz podejmowanie prób nałożenia kosztów na tych, którzy popełniają błędy. Pożyczkodawca ostatniej szansy powinien wcześniej określić ogólne zasady prowadzenia działań (np. podejmowanie interwencji tylko w przypadku kryzysu systemowego)⁴².

W ten właśnie sposób stara się postępować bank centralny w Szwecji – Riksbank. Jego zdaniem kwestia, jak przejrzysty powinien być bank centralny jako pożyczkodawca ostatniej szansy, jest kontrowersyjna i dlatego niektóre banki centralne są niechętne dyskusji na temat ich udziału w procesie wspierania płynności sektora bankowego w nadzwyczajnych przypadkach. Riksbank uznaje jednak otwartość jako środek służący zmniejszeniu hazardu moralnego. Dobrze uzasadnione stanowisko w sprawie pożyczkodawcy ostatniej szansy pozwala zmniejszyć ryzyko udzielenia pomocy, która nie musi być udzielona. Dla banków natomiast stanowisko banku centralnego, że rolę pożyczkodawcy ostatniej szansy widzi on w kontekście celu jakim jest bezpieczny i efektywny system płatniczy, stanowi sygnał o niemożliwości oczekiwania pomocy w przypadku pojawienia się w banku komercyjnym trudności z wypłacalnością. Riksbank wskazuje jednoznacznie, że w tym przypadku ewentualne działania może podejmować rząd i parlament, gdyż takiego rodzaju zaangażowanie należy do kompetencji tych organów państwa. Jednocześnie szwedzki bank centralny przyznaje, że do wzrostu ryzyka hazardu moralnego przyczyniają się trudności w rozpoznaniu faktycznej sytuacji banku i zagrożenia dla systemu bankowego, jakie może wyniknąć z upadłości danego banku. Analiza korzyści i kosztów zaangażowania się w danej sytuacji banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatniej szansy może przyczynić się do wzrostu ryzyka hazardu moralnego⁴³.

Do ograniczenia hazardu moralnego może natomiast przyczynić się publikowanie przez bank centralny informacji o banku, któremu została udzielona pomoc

⁴¹ *Lender...*, *op. cit.*, s. 159.

⁴² S. Fischer, *On the Need for...*, *op. cit.*

⁴³ *The Riksbank's role...*, *op. cit.*, s. 57–64.

w zakresie wsparcia płynności. Z pewnością dla reputacji każdego banku taka forma reklamy nie jest pożądana⁴⁴.

Jednym ze środków ograniczenia zjawiska hazardu moralnego jest koncepcja konstruktywnej niejednoznaczności. Raport G 10 Biura Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei wskazuje, że jakiegokolwiek zobowiązania do podejmowania akcji w zakresie wsparcia instytucji finansowej nie powinny być podejmowane przez władze przed zaistnieniem sytuacji kryzysowej. Jednocześnie władze powinny zachowywać w dyskrekcji informacje na temat zakresu, momentu i warunków udzielania wsparcia finansowego. Dodatkowo, przy podejmowaniu tego rodzaju decyzji ważne jest przeanalizowanie, czy istnieje zagrożenie systemowe w sektorze bankowym. Jeśli odpowiedź jest pozytywna, to należy przeanalizować, jakie są możliwe opcje działań podejmowanych w celu poradzenia sobie ze skutkami systemowego zarażenia sektora bankowego i które to opcje nie będą mieć w przyszłości negatywnego wpływu na dyscyplinę rynkową⁴⁵.

Niejednoznaczność warunków udzielania wsparcia płynnościowego może przyczyniać się do utrzymywania niepewności u kierownictwa i akcjonariuszy banku dotyczącej faktycznych kosztów, jakie bank będzie musiał ponieść na skutek nierozważnego prowadzenia działalności⁴⁶. Minusem takiej niejednoznaczności jest jednak pozostawienie ogromnej swobody podejmowania decyzji przez instytucję odpowiedzialną za zarządzanie kryzysowe. Jak w wielu innych obszarach polityki gospodarczej, prawo wyboru sposobu zachowania się pożyczkodawcy i brak przejrzystości umożliwi uniknięcie konieczności usprawiedliwiania zastosowania odmiennych podejść w sytuacjach kryzysowych, które opinia publiczna uznaje za identyczne. Zdaniem C. Enocha, P. Stelli i M. Khamisa dyskrekcja działania banku centralnego w rozwiązywaniu indywidualnych przypadków mogłaby być równoważona przez określenie stałych reguł ujawniania zachowania po zakończeniu wydarzenia⁴⁷. Takie podejście zostało także przyjęte w Kodeksie Dobrych Praktyk dotyczących transparentności polityki monetarnej i finansowej Międzynarodowego Instytutu Walutowego⁴⁸ oraz w praktyce Banku Anglii.

Przeciwnikami stosowania zasady konstruktywnej dwuznaczności są natomiast X. Freixas, B. M. Parigi i J.-Ch. Rochet. Ich zdaniem przyjęcie zasady, że pożycz-

⁴⁴ *Ibidem*, s. 70.

⁴⁵ *Real-time Gross Settlement Systems: A Report Prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the Central Banks of the G 10 Countries*, Bank for International Settlement, Basel 1997.

⁴⁶ A. Crockett, *The Theory and Practice of Financial Stability*, „De Economist” 1996, Vol. 144, s. 531–568 za: *Lender...*, *op. cit.*, s. 160.

⁴⁷ C. Enoch, P. Stella, M. Khamis, *Transparency and Ambiguity in Central Bank Safety Operations*, IMF Working Paper 1997, WP/97/138, s. 6, 16.

⁴⁸ *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles*, International Monetary Fund, Washington 1999, pkt 3.2.3.

kodawca ostatniej szansy będzie karać niewypłacalne banki, dostarcza bankom najsilniejszego bodźca do obniżenia prawdopodobieństwa ich upadłości⁴⁹.

W kontekście hazardu moralnego wymienia się wysokość oprocentowania jako czynnik mogący przyczyniać się do ograniczenia negatywnych zachowań. Jeśli pomoc o charakterze płynnościowym jest udzielana na łagodnych warunkach, to może to prowadzić do powstania w bankach przekonania, że pomoc ze strony banku centralnego jest sprawą oczywistą. Dodatkowo, jeśli pomoc taka jest udzielana na warunkach korzystniejszych niż dostępne na rynku, to przestaje ona mieć charakter pożyczki ostatniej szansy. Z tego powodu W. Bagehot postulował ustanowienie oprocentowania pożyczki ostatniej szansy na wyższym poziomie w stosunku do stawek z okresu przed kryzysem. W jego opinii to powinno racjonalizować dostęp do płynności z banku centralnego i ograniczyć problem hazardu moralnego.

Współcześnie wskazuje się jednak również na negatywne skutki stosowania wyższego oprocentowania w przypadku udzielania pożyczki z banku centralnego w sytuacji trudności płatniczych. Wymieniane są takie usprawiedliwienia dla obniżenia wysokości oprocentowania, jak: niebezpieczeństwo pogłębienia kryzysu bankowego⁵⁰, wysyłanie sygnału do rynku, który wzmacnia w nieodpowiednim momencie run na bank (jeśli pomoc nie jest dostarczona potajemnie) oraz dostarcza kierownictwu bodźców do prowadzenia strategii wyższe ryzyko – nagroda, aby wy dostać się z kłopotów. Wskazuje się również, że krótkoterminowy charakter pożyczek udzielanych przez pożyczkodawcę ostatniej szansy powoduje, iż dolegliwość kosztowa takiej pożyczki jest ograniczona.

Warto też wspomnieć, że istnieją opracowania, w których wskazuje się, iż istnienie pożyczkodawcy ostatniej szansy nie musi prowadzić do urzeczywistnienia się zjawiska hazardu moralnego. Analiza prowadzona przez R. Repullo prowadzi autora do konkluzji, że istnienie pożyczkodawcy ostatniej szansy nie ma żadnego efektu w postaci wyższego ryzyka niepłynnych aktywów banku, lecz redukuje skłonność banku do utrzymywania płynnych aktywów⁵¹.

4. Aspekt międzynarodowy

W miarę rozwoju gospodarki globalnej coraz bardziej zasadne staje się pytanie, czy istnieje potrzeba funkcjonowania agencji, która będzie działać jako pożyczkodawca ostatniej szansy w skali międzynarodowej, jeśli więcej niż jeden kraj doświadczy skutków kryzysu finansowego. Zdaniem S. Fischera taka instytucja jest potrzebna, gdyż współczesny świat charakteryzuje zmienny ruch międzynarodo-

⁴⁹ X. Freixas, B. M. Parigi, J.-Ch. Rochet, *The Lender...*, *op. cit.*, s. 22.

⁵⁰ A. Crockett, *The Theory and Practice of Financial Stability*, „De Economist” 1996, Vol. 144, s. 531–568 za: *Lender...*, *op. cit.*, s. 160.

⁵¹ R. Repullo, *Liquidity...*, *op. cit.*, s. 29–30.

wego kapitału, grożący pojawianiem się efektu zarażenia i wskazującego klasyczne oznaki paniki finansowej. Taką rolę może odgrywać Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Mimo że MFW nie jest bankiem, to konstrukcja jego działania jest zbliżona do unii kredytowej i ma on dostęp do zasobów finansowych, które mogą być przekazywane w formie pożyczki. Szczegółowe uwagi dotyczące odgrywania roli pożyczkodawcy ostatniej szansy przez MFW S. Fischer odnosi jednak wyłącznie do pożyczek udzielanych poszczególnym krajom⁵².

W opinii szwedzkiego banku centralnego rosnąca internacjonalizacja i integracja rynków finansowych, która zwykle prowadzi do powstania bardziej efektywnych rynków o większej głębokości i lepszej płynności, może także powodować problemy z wymianą informacji rynkowych i w efekcie zwiększać ryzyko, że płynność nie zostanie alokowana efektywnie⁵³.

G. Schinasi i P. G. Teixeira akcentują w swoim badaniu problem materializacji się funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy podczas pojawienia się systemowych zaburzeń finansowych, które dotyczą więcej niż jednego kraju członkowskiego. W świetle obecnie obowiązujących regulacji Europejski Bank Centralny i narodowe banki centralne Eurosystemu ponoszą odpowiedzialność za stabilność finansową, szczególnie w zakresie nadzoru nad systemem płatniczym oraz wkładu do narodowych polityk stabilności finansowej. Wykonywanie funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy należy jednak do obszaru odpowiedzialności narodowej. Dotyczy to także krajów ze strefy euro. Jest to zatem sytuacja wyjątkowa, w której banki narodowe ponoszą odpowiedzialność za pełnienie tej funkcji, a jednocześnie nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za realizację polityki pieniężnej⁵⁴.

Traktat z Maastricht ogranicza mandat Europejskiego Banku Centralnego, koncentrując go wyłącznie na celach związanych z polityką pieniężną. Traktat i Statut nie wyznaczają EBC zadań w zakresie wspierania stabilności finansowej, a funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji w Eurosystemie została całkowicie pominięta w Statucie. Zdaniem O. Szczepańskiej funkcja EBC jako pożyczkodawcy ostatniej instancji nie budzi wątpliwości w odniesieniu do całego systemu bankowego strefy euro. Rola EBC w przypadku zakłóceń sprowadza się do zapewnienia płynności niezbędnej do kontynuowania rozliczeń pieniężnych w systemie jako całości. Ta funkcja ściśle wiąże się z dbałością o sprawność rozliczeń systemów płatniczych, która z kolei została przypisana Europejskiemu Bankowi Centralnemu w Traktacie i w Statucie⁵⁵.

Efektywność pożyczkodawcy ostatniej szansy na jednolitym rynku finansowym w Europie musi być zatem mierzona w kontekście istnienia innych komponentów

⁵² S. Fischer, *On the Need for...*, *op. cit.*

⁵³ *The Riksbank's role...*, *op. cit.*, s. 62.

⁵⁴ G. Schinasi, P. G. Teixeira, *The Lender of Last Resort in the European Single Financial Market*, IMF Working Paper WP/06/127, Międzynarodowy Fundusz Walutowy 2006, s. 6.

⁵⁵ O. Szczepańska, *Funkcja stabilności finansowej w Eurosystemie*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 6, s. 12.

krajowego i europejskiego zarządzania kryzysowego. Rezultat udzielania pożyczki na wsparcie płynności musi być rozważany i określony w dużym stopniu poprzez analizę skutków wzajemnego oddziaływania w skali krajowej, transgranicznej i międzysektorowej między instytucjami władczymi różnych państw. Cóż bowiem zdarzy się, gdy paneuropejska grupa bankowa (działająca na terenie kilku krajów członkowskich) doświadczy nagle szoku płynnościowego. A trzeba przy tym pamiętać, że takie grupy odgrywają coraz ważniejszą rolę na europejskim rynku pieniężnym, będąc też swoistymi centrami pieniądza dla mniejszych banków. Szok dotyczący takiej grupy może potencjalnie prowadzić do systemowych implikacji na poszczególnych rynkach krajowych i w systemie europejskim. Banki centralne będą zapewne pierwszymi instytucjami, które zdiagnozują sytuację na rynku pieniężnym, w tym w systemie płatniczym. Ta wiedza pozyskana na rynku krajowym powinna być następnie analizowana w skali Unii Europejskiej⁵⁶.

Gdy okaże się, że w sytuacji szokowej potrzebne jest udzielenie pożyczki ostatej szansy, powstaje pytanie, który bank centralny powinien jej udzielić i na jakich warunkach. Zdaniem G. Schinasiego i P. G. Teixeira generalnie istnieją dwie opcje. Pierwszą jest sytuacja, w której pożyczkodawca podejmuje działania w stosunku do całej grupy bankowej zaspokajając jej całkowite zapotrzebowanie na płynność. Wówczas płynność jest dostarczana także do członków grupy funkcjonujących w innych krajach. Drugą opcją jest równoległe przeprowadzanie interwencji przez wszystkie zainteresowane banki centralne w zakresie potrzeb pojawiających się na rynkach krajowych. Oba podejścia reprezentują różne kryteria dostarczania pomocy i dzielenia ryzyka kredytowego z nim związanego. Scentralizowane udzielanie pomocy oznacza ponoszenie przez jeden bank centralny pełnego ryzyka zaangażowania w odniesieniu do całej grupy bankowej. Zmaterializowanie się tego ryzyka będzie oznaczać koszt budżetowy dla określonego kraju. Przy stosowaniu natomiast systemu zdecentralizowanego dostarczanie płynności pociąga za sobą powstanie różnic w zasadach udzielania pomocy w poszczególnych krajach. Wybór jednej z metod będzie zależeć także od sposobu zarządzania ryzykiem płynności w grupie bankowej (w formie scentralizowanej lub zdecentralizowanej). Jeden z tych sposobów zarządzania będzie bowiem wpływać na dostęp poszczególnych banków centralnych do informacji o problemach płynnościowych w grupie i w poszczególnych bankach stanowiących części grupy bankowej⁵⁷.

Tworzenie warunków do powstania jednolitego rynku usług finansowych w Unii Europejskiej wymusza jasny podział odpowiedzialności w odniesieniu do różnych organów władzy, wymianę informacji i koordynację działań. Ta międzynarodowa koordynacja w odniesieniu do pożyczkodawcy ostatej szansy może oznaczać wcześniejsze określenie zasad jej udzielania w drodze porozumienia między banka-

⁵⁶ G. Schinasi, P. G. Teixeira, *The Lender...*, *op. cit.*, s. 10.

⁵⁷ *Ibidem*, s. 12.

mi centralnymi, przyjęcie modelu skonsolidowanego banku centralnego (analogicznie do koncepcji skonsolidowanego nadzoru bankowego) lub też współpraca między bankami centralnymi będzie odbywać się w miarę zaistnienia takiej potrzeby, bez uprzedniego zawierania pisemnych porozumień.

Nie ulega wątpliwości, że kwestia pożyczkodawcy ostatniej szansy w Unii Europejskiej nie może być rozpatrywana rozłącznie z innymi elementami architektury tworzonej na rzecz stabilności finansowej. Istnieją przy tym dwie możliwości optymalizacji stosowanego dzisiaj podejścia. Po pierwsze, mogłaby być wzmocniona współpraca między poszczególnymi elementami sieci bezpieczeństwa finansowego. Pojawiających się konfliktów interesów na tle narodowym nie uda się rozwiązać *ex ante*. Potrzebna jest bieżąca współpraca, w tym wymiana informacji, wspólne szacowanie skutków upadłości dużych banków i prowadzenie analiz przez pryzmat całego europejskiego systemu finansowego, wspólne przeprowadzanie ćwiczeń. Model koordynacji powinien przynieść najwięcej korzyści w przypadku stosowania zdecentralizowanego podejścia do dbania o zachowanie stabilności finansowej. Po drugie, centralizacja lub raczej federalizacja funkcji dbałości o stabilność finansową. W miarę rozwoju grup bankowych w Europie, utrzymującego się niedostatecznego współdziałania instytucji regulacyjnych i rosnącej centralizacji zarządzania wewnątrz grup bankowych, to podejście może być szczególnie przekonujące. Taka centralizacja mogłaby nastąpić w postaci przeniesienia uprawnień do władz kraju macierzystego lub transferu ich do instytucji ponadnarodowych⁵⁸.

Zdaniem G. Schinasi i P. G. Teixeira kredyt udzielany przez pożyczkodawcę ostatniej szansy powinien być udzielany na warunkach rynkowych lub przy zastosowaniu wyższych stóp procentowych. Zastosowanie niższych stawek oznacza udzielenie pomocy ze środków publicznych, a takie działanie nie jest zadaniem banku centralnego. Ponadto udzielenie pomocy publicznej w Unii Europejskiej wiąże się z koniecznością zapewnienia zgodności z odpowiednimi przepisami prawa unijnego, co skutecznie wydłużyłoby czas reakcji pożyczkodawcy ostatniej szansy, który jest tak ważny w sytuacjach kryzysowych⁵⁹.

5. Najnowsze doświadczenia

Perturbacje na rynkach finansowych na świecie, które zaczęły się 8 sierpnia 2007 r. pokazały w praktyce, jak istotny jest problem istnienia pożyczkodawcy ostatniej szansy. Po raz pierwszy od wielu lat (w przypadku EBC po raz pierwszy od zamachu na WTC 11 września 2001 r.) banki centralne postanowiły podjąć działania w ramach realizacji funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy. Przebieg działań Europejskiego Banku Centralnego, Banku Rezerwy Federalnej oraz Banku Anglii

⁵⁸ *Ibidem*, s. 17–19.

⁵⁹ *Ibidem*, s. 12.

potwierdziły wnioski płynące z przeglądu teorii finansów, że nie ma współcześnie jednego obowiązującego podejścia do koncepcji pożyczkodawcy ostatniej szansy. Zwłaszcza w pierwszym okresie zaburzeń w 2007 r. bardzo widoczne było różne podejścia banku centralnego w Anglii oraz Europejskiego Banku Centralnego oraz Banku Rezerwy Federalnej w USA. O ile Europejski Bank Centralny oraz Bank Rezerwy Federalnej podjęły bardzo szybkie działania na rzecz zwiększenia płynności sektora bankowego, udzielając rekordowo wysokich krótkoterminowych pożyczek, o tyle Bank Anglii w pierwszym okresie był zwolennikiem restrykcyjnego podejścia, że rynek sam powinien rozwiązać swoje problemy, a uczestnicy rynku powinni być przygotowani na nieoczekiwany rozwój sytuacji na rynku międzybankowym. Wstępne skutki zastosowania odmiennych podejść wydają się wskazywać na zwycięstwo koncepcji aktywnej roli banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatniej szansy. Wstrzeźliwa postawa Banku Anglii spotkała się z szeroką krytyką i była jednym z powodów największych perturbacji na brytyjskim rynku finansowym od blisko 150 lat. Krytyka ta spowodowała zmianę stanowiska Banku Anglii w kolejnych miesiącach utrzymywania się perturbacji na rynkach finansowych.

To odmienne podejście największych banków centralnych uwidoczniło również brak dostatecznej wymiany informacji i koordynacji działań w skali międzynarodowej czy nawet światowej. W pierwszym etapie zaburzeń każdy z największych banków centralnych na świecie podejmował indywidualnie decyzje, nieskoordynowane i niekonsultowane z zachowaniem pozostałych dużych banków centralnych. Słabość tego podejścia uwidoczniła się z całą mocą, gdy po drugiej stronie klientami banków centralnych stały się banki globalne, które mają dostęp do różnych lokalnych rynków finansowych. Na przykład wiele banków brytyjskich, nie mogąc uzyskać wsparcia finansowego z Banku Anglii, decydowało się na pożyczanie środków finansowych z Europejskiego Banku Centralnego za pośrednictwem swoich oddziałów funkcjonujących w krajach strefy euro. Tym samym restrykcyjne podejście Banku Anglii odniosło skutek głównie w odniesieniu do mniejszych banków lokalnych. Dopiero w kolejnych miesiącach udało się doprowadzić do większej harmonizacji podejścia i działań największych banków centralnych.

Doświadczenia z zaburzeń w 2007 r. wskazały także na praktykę banków centralnych, która w niektórych aspektach była zgodna z teorią finansów w zakresie pożyczkodawcy ostatniej szansy. Jako zgodne z teorią należy uznać podjęcie działań, które zmierzały do zapobiegnięcia skutkom, a nie przyczynom, zaburzeń na rynku finansowym. Zgodnie z teorią finansów Europejski Bank Centralny podjął decyzję bardzo szybko i postawił do dyspozycji rynku finansowego duże środki finansowe, tak aby zastrzyk finansowy był odczuwalny dla rynku i miał dużą siłę oddziaływania. Realizacja funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy następowała również zgodnie ze współczesnymi tendencjami w teorii finansów, tj. poprzez operacje otwartego rynku. Interwencje były zatem kierowane do systemu finansowego, a nie do poszczególnych banków.

Jako działania niezgodne z wieloma postulatami teoretyków można natomiast wymienić brak oceny odbiorców pomocy pod kątem poziomu ich wypłacalności. Zgodnie z poglądami niektórych teoretyków banki centralne nie miały możliwości przeprowadzenia skutecznej oceny z kilku powodów: krótkiego czasu podejmowania decyzji o interwencji, udzielaniu pomocy za pośrednictwem operacji otwartego rynku, braku dostatecznego zakresu informacji w bankach centralnych (tu charakterystyczny był przykład Banku Anglii) oraz trudności z oceną kondycji ekonomicznej banków na skutek zaniku aktywnego rynku niektórych produktów finansowych i, w efekcie, niemożnością dokonania wiarygodnej wyceny banku w okresie kryzysu. Drugim elementem niezgodności praktyki z teorią była wysokość stopy procentowej stosowanej przez banki centralne. Praktycznie żaden bank nie zastosował oprocentowania pożyczki ostatniej szansy o charakterze płynnościowym w „karnej” wysokości. Bardzo często pożyczki te były udzielane przy zastosowaniu podstawowej stopy procentowej banku centralnego, a niekiedy nawet postulowano zastosowanie stóp niższych. Banki centralne uznały, że jednym z celów interwencji banków emisyjnych jest dążenie do obniżenia rynkowych stóp procentowych w okresie zaburzeń do poziomu sprzed kryzysu i do poziomu stóp procentowych rekomendowanych przez bank centralny w ramach prowadzonej polityki monetarnej. Zastosowanie takiego poziomu oprocentowania pożyczki w ramach realizacji funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy spowodowało, że trudno będzie uznać ją za skuteczny element przeciwdziałania wykorzystywaniu przez banki hazardu moralnego. Na skutek relatywnie niskiego oprocentowania pożyczek instytucje finansowe korzystające z interwencji banku centralnego mogły w pewnym stopniu zminimalizować straty będące wynikiem ich wcześniejszych ryzykownych zachowań, w tym dokonywania inwestycji w niepewne instrumenty finansowe.

Praktyczna realizacja przez banki centralne funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy w II połowie 2007 r. pokazała także blaski i cienie stosowania takiego rozwiązania. Z pewnością za ogromną zaletę należy uznać zapobieżenie powstaniu powszechnej paniki na rynku, runu na banki i, w efekcie, pojawienia się bardzo silnych zaburzeń dla całej gospodarki. Są to ogromne zalety przeprowadzenia szybkiej interwencji na rynku przez banki centralne. Dotychczas, dzięki pożyczkom udzielanym przez banki centralne koszt zaburzeń dla rynku jest relatywnie niewielki zarówno dla banków, ich klientów, jak i finansów publicznych. Również skala spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego na świecie spowodowana kryzysem finansowym jest nieporównywalnie mała w porównaniu z kosztami, jakie przyszkłoby zapłacić gospodarce w przypadku braku interwencji.

Szeroka skala interwencji banków centralnych uwidoczniła także pewne negatywne symptomy. Przede wszystkim pożyczki z banków centralnych przyczyniły się do przedłużania się okresu niestabilności na rynku finansowym. Po kilku miesiącach od pierwszej interwencji nadal niemało uczestników nie ma zaufania do rynku, w tym do rynku międzybankowego. Dzięki pomocy banku centralnego

wiele banków prywatnych nie musiało od razu prezentować faktycznej skali problemu i skali strat, które przyjdzie im ponieść. Ten brak uwidocznienia się strat powoduje utrzymywanie się atmosfery wzajemnej podejrzliwości uczestników rynku międzybankowego. Brak wykazania pełnych strat na początku kryzysu powoduje również, że rozwiązanie problemu powstałego na rynku finansowym jest odsuwane w czasie. W kolejnych miesiącach banki centralne podejmują decyzje o kontynuacji interwencji. Jak pisze Ch. Wyplosz, zastrzyk pieniądza nie dostarczy stałego rozwiązania: powrotu rynku międzybankowego. Aby tak się stało banki muszą być dekapitalizowane w celu pokrycia strat poniesionych w wyniku ich zaangażowania w ryzykowne przedsięwzięcia. Łatwy pieniądz banku centralnego pozwala właścicielom tylko odsunąć moment wyliczenia wielkości strat⁶⁰.

Skala interwencji oraz jej koszt dla uczestników rynku może wskazywać także na opłacalność banków angażowania się w działalność o podwyższonym poziomie ryzyka. Wprawdzie banki centralne nie przejmą w pełni strat nieudanych inwestycji banków komercyjnych, ale faktyczne koszty ponoszone przez bank i przez właścicieli są o wiele niższe niż w przypadku konieczności zasilenia się wyłącznie od innych uczestników rynku międzybankowego, wyprzedazy aktywów czy pozyskania pilnie nowych akcjonariuszy dla banku.

Perturbacje na rynkach finansowych – zapoczątkowane w połowie 2007 r. – jeszcze się nie zakończyły. Dlatego też trudno jest już dziś wypracować ostateczne wnioski dla regulatorów i dla banków, wynikające z doświadczeń z zaburzeń ostatniego roku. Nie ma jednak wątpliwości, że wnioski wynikające z interwencji banków centralnych w ostatnim okresie dostarczą nowych interesujących przemysłów do rewizji współczesnej teorii pożyczkodawcy ostatniej szansy. Rosnąca globalizacja gospodarki, w tym rynków finansowych, wskazuje w szczególności na potrzebę uzupełnienia teorii pożyczkodawcy ostatniej szansy o kwestie współpracy międzynarodowej, niezbędnej dla zapobieżenia ryzyku wybuchu kryzysu finansowego w skali globalnej, a także roli instytucji pożyczkodawcy ostatniej szansy w warunkach pojawienia się na rynkach finansowych coraz nowszych, bardziej złożonych instrumentów finansowych. Z pewnością wnioski płynące z zaburzeń 2007 r. przyczynią się do poszukiwania nowych rozwiązań praktycznych, ale również do rozwoju teorii finansów opartej na nowych aspektach funkcjonowania pożyczkodawcy ostatniej szansy.

WNIOSKI

W artykule niniejszym została przedstawiona teoria pożyczkodawcy ostatniej szansy i główne kierunki jej rozwoju, od powstania klasycznej koncepcji w XIX

⁶⁰ Ch. Wyplosz, *No more easy Cash: banks must take their losses*, „Financial Times”, December 21, 2007, s. 7.

wieku poprzez różne nurty teorii powstałe w następnym stuleciu. Przedstawiono argumenty przemawiające za i przeciw pełnieniu przez bank centralny funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy. Wymieniono najważniejsze cechy, jakie zgodnie z teorią finansów powinna spełniać pożyczka ostatniej instancji. Zwrócono uwagę na problem zjawiska hazardu moralnego związany z istnieniem pożyczkodawcy ostatniej szansy oraz wskazano na nowe wyzwania dla tej instytucji, wynikające z rosnącej globalizacji rynków finansowych i pojawienia się na nich coraz większych banków międzynarodowych, mających dostęp do różnych lokalnych rynków finansowych. Podstawowe postulaty teorii finansów skonfrontowano z zachowaniem największych banków centralnych na świecie po pojawieniu się poważnych perturbacji na rynkach finansowych w II połowie 2007 r. Najnowsze doświadczenia wskazują na potrzebę dostosowania teorii do wniosków płynących z ostatnich doświadczeń i do wymogów współczesnych nowoczesnych rynków finansowych.

Bibliografia

- Bagehot W., *Lombard Street*, Reprint. Homewood, 1962.
- Bordo M., *The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Richmond, January/February 1990.
- Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles*, International Monetary Fund, Washington 1999.
- Congdon T., *Pursuit of profit has led to a risky lack of liquidity*, „Financial Times”, September 11, 2007.
- Diamond D. W., Dybvig P. H., *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Vol. 24, No. 1, Winter 2000.
- Enoch C., Stella P., Khamis M., *Transparency and Ambiguity in Central Bank Safety Operations*, IMF Working Paper 1997, WP/97/138.
- Fischer S., *On the Need for an International Lender of Last Resort*, Paper for American Economic Association and the American Finance Association, International Monetary Fund, New York, January 3, 1999.
- Flannery M., *Financial Crises, Payment System Problems and Discount Window Lending*, „Journal of Money, Credit and Banking”, 1996, Vol. 28.
- Freixas X., Parigi B. M., Rochet J.-Ch., *The Lender of Last Resort: A 21st Century Approach*, „Journal of European Economic Association”, Vol. 2, No. 6, December 2004
- Freixas X., Parigi B., Rochet J. C., *Systemic Risk, Interbank Relations and Liquidity Provision by Central Bank*, Mimeo, IDEI 1998.
- George E. A. J., *The Pursuit of Financial Stability*, Bank of England Quarterly Bulletin, February 1997.
- Goodfriend M., King R. G., *Financial Deregulation, Monetary Policy and Central Banking*, Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Review May/June 1988, Vol. 74.

Goodhart Ch., *The Evolution of Central Banks*, London School of Economics and Political Science, London 1985.

Goodhart C. A. E., Huang H., *A Model of the Lender of Last Resort*, LSE Financial Markets Group Discussion Paper 1999, dpo 131.

Goodhart C. A. E., Schoenmaker D., *Institutional Separation between Supervisory and Monetary Agencies*, LSE Financial Markets Group Special Paper 1993, No 52.

Guttentag J., Herring R., *The Lender of the Last Resort Function in an International Context*, Princeton Essays in International Finance, Number 151, May 1983.

Humphrey T., *The classical concept of the lender of last resort*, Federal Reserve of Bank Richmond, Economic Review, January/February 1975.

Humphrey T., *Lender of Last Resort: The Concept in History*, Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Review, March/April 1989.

Kahn Ch. M., Santos J., *Allocating bank regulatory powers: lender of last resort, deposit insurance and supervision*, BIS Working Papers No. 102, Bank for International Settlements, Basel 2001.

Kaufman G. G., Kormendi R. C., *Deregulating Financial Service: Public Policy in Flux*, Ballinger Publishing Company, Cambridge 1986.

Lender of last resort: a review of the literature, Financial Stability Review, Bank of England, November 1999.

Real-time Gross Settlement Systems: A Report Prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the Central Banks of the G 10 Countries, Bank for International Settlement, Basel 1997.

Repullo R., *Liquidity, Risk-Taking, and the Lender of Last Resort*, February 2006.

The Riksbank's role as lender of last resort, Financial Stability Report, Riksbank, Stockholm 2003, No. 2.

Rochet J.-C., Vives X., *Coordination failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right After All?*, INSEAD Working Papers, Fontainebleau, France 2002.

Schinasi G., Teixeira P. G., *The Lender of Last Resort in the European Single Financial Market*, IMF Working Paper 2006, WP/06/127.

Schwartz A. J., *Real and Pseudo- Financial Crisis*, [w:] F. Capie, G. E. Wood, *Financial Crisis and the World Banking System*, MacMillian, London 1986.

Stella P., *Do Central Banks Need Capital?*, IMF Working Paper 1997, No. 83.

Szczepańska O., *Funkcja stabilności finansowej w Eurosystemie*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 6.

Wyplosz Ch., *No more easy Cash: banks must take their losses*, „Financial Times”, December 21, 2007.