

*Joanna Bogolebska**

**ROZWIĄZANIA INSTYTUCJONALNE I OPERACYJNE
EUROPEJSKIEGO SYSTEMU BANKÓW CENTRALNYCH
(ESBC) I SYSTEMU REZERWY FEDERALNEJ (SRF).
ANALIZA PORÓWNAWCZA**

Celem artykułu jest ocena stopnia różnorodności i zbliżania się dwóch modeli bankowości centralnej zintegrowanych systemów monetarnych – modelu europejskiego i amerykańskiego. Analiza koncentruje się na takich zagadnieniach, jak struktura instytucjonalna, zakres i miejsce realizowanych zadań w systemach, strategia i instrumenty realizacji polityki pieniężnej. Zamierzeniem artykułu jest prezentacja „architektury” obu systemów, w tym próba odpowiedzi na pytanie, na ile twórcy Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC) opierali się na rozwiązaniach amerykańskich, mając na uwadze fakt, że oba banki centralne mają za zadanie realizować jednolitą politykę pieniężną w unii monetarnej. Często można się spotkać ze sformułowaniem, że ESBC jest kopią Systemu Rezerwy Federalnej (SRF), „zaadoptowaną” do warunków europejskich. Porównania obu unii monetarnych są ostatnio często eksponowanym elementem literatury przedmiotu – porównuje się stopień spełniania kryteriów optymalnych obszarów walutowych czy też pozycję obu walut w międzynarodowym systemie walutowym. W artykule, koncentrując się na jednym z elementów unii monetarnej, jakim jest infrastruktura organizacyjna i operacyjna banku centralnego, pominięto takie kwestie, jak gospodarcze uwarunkowania realizacji polityki pieniężnej czy też ocena stopnia restrykcyjności prowadzonej polityki pieniężnej.

* Dr, adiunkt w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego.

1. Struktura instytucjonalna

1.1. System decyzyjny

Jest to ten obszar funkcjonowania ESBC¹, który w najbardziej widoczny sposób został oparty na rozwiązaniach SRF².

Oba systemy bankowości centralnej należą do modelu federalistycznego, którego cechą charakterystyczną są dwa elementy systemu decyzyjnego: element reprezentujący „centrum” oraz element reprezentujący „regiony”.

Tabela 1

System decyzyjny w ESBC i SRF

Element systemu decyzyjnego	ESBC	SRF
„Centrum”	Zarząd (Executive Board) 6 członków	Rada Gubernatorów (Board of Governors), 7 członków
„Regiony”	Rada Zarządzająca (Governing Council), 12 członków	Federalny Komitet Operacji Otwartego Rynku (Federal Open Market Committee), 5 (z 12) członków

Źródło: Opracowanie własne.

Różnice w strukturze instytucjonalnej sprowadzają się do takich aspektów jak: realizowane funkcje, procedury nominacyjne członków obu organów i długość ich kadencji. Porównując realizowane przez „centrum” funkcje, widać wyraźnie znacznie szersze kompetencje Rady Gubernatorów w porównaniu z Zarządem, wykraczające poza obszar związany z polityką pieniężną. Głównym zadaniem Zarządu jest wprowadzanie w życie bieżącej polityki pieniężnej zgodnie z wytycznymi Rady Zarządzającej (m. in. realizacja polityki rezerw obowiązkowych, podejmowanie decyzji dotyczących operacji kredytowych oraz operacji otwartego rynku). Rada Gubernatorów ustala

¹ Utworzony w 1999 r. Europejski System Banków Centralnych (ESBC) składa się z EBC oraz narodowych banków centralnych krajów członkowskich (obecnie jest ich 15). Z punktu widzenia realizacji polityki pieniężnej istotną rolę w ESBC odgrywa obecnie 12 narodowych banków centralnych – krajów należących do Unii Gospodarczej i Walutowej.

² Utworzony w 1913 r. System Rezerwy Federalnej (SRF) składa się z 12 Banków Rezerwy Federalnej oraz banków członkowskich systemu (obecnie ok. 4000 banków handlowych, co stanowi 1/3 ogółu banków). Podział na Banki Rezerwy Federalnej nie ma związku z administracyjno-geograficznym podziałem kraju.

rezerwy obowiązkowe, stopę dyskontową zaproponowaną przez banki Rezerwy Federalnej, kontroluje gospodarkę finansową banków Rezerwy Federalnej, a także pełni istotne funkcje nadzoru bankowego. Przewodniczący Rady jest doradcą prezydenta Stanów Zjednoczonych do spraw gospodarki. Jak widać, aktywność w realizacji polityki pieniężnej jest zróżnicowana w obu organach, uzależniona od typu instrumentu polityki pieniężnej. Oba organy są natomiast współdecydentami polityki stóp procentowych. Członkowie Rady Gubernatorów powoływani są na 14-letnią, nieodnawialną kadencję, przez Kongres, na wniosek prezydenta Stanów Zjednoczonych. Z kolei członkowie Zarządu powoływani są na 8-letnią, także nieodnawialną kadencję. W procedurę nominacyjną włączone są: Parlament Europejski, Rada Ecofin, Rada Zarządzająca oraz rządy państw członkowskich, które zatwierdzają nominację. Przyjęcie długiej kadencyjności członków „centrum” oraz niesynchronizowane wygasanie poszczególnych kadencji, co jest cechą wspólną obu systemów, miało na celu wzmocnienie apolityczności tego organu.

Zadaniem organów reprezentujących „regiony” jest przede wszystkim określanie kształtu polityki pieniężnej poprzez ustalanie poziomu wiodących stóp procentowych. Ponadto Rada Zarządzająca ustala wielkość rezerw obowiązkowych instytucji kredytowych, z kolei Federalny Komitet Operacji Otwartego Rynku (FKOOR) – zgodnie z nazwą – podejmuje decyzje dotyczące prowadzenia operacji otwartego rynku. Inna zasadnicza różnica sprowadza się do zasady reprezentacji regionów. W przypadku Rady Zarządzającej wszyscy prezesi narodowych banków centralnych są współdecydentami polityki pieniężnej (zasada „*one country, one vote*”), zaś reprezentacja regionów w FKOOR oparta jest na zasadzie rotacji. Tylko 5 z 12 przedstawicieli regionów jest jednocześnie włączonych w proces decyzyjny, przy czym bank Rezerwy Federalnej Nowy Jork ma zagwarantowane stałe przedstawicielstwo. W obu systemach kadencyjność przedstawicieli narodowych/regionalnych banków centralnych jest znacznie krótsza niż w przypadku „centrum”, jednak w systemie europejskim wyraźne jest pozostawienie spraw personalnych decyzji suwerennych władz narodowych. Żaden organ europejski nie jest włączony w procedurę nominacyjną prezesów narodowych banków centralnych, w systemie amerykańskim wymagane jest zatwierdzenie nominacji „regionalnych” (na którą duży wpływ mają banki członkowskie systemu) przez Radę Gubernatorów.

Procedury nominacyjne oraz stosunek reprezentantów „centrum” i „regionów” (6/12 w ESBC, 7/5 w SRF) potwierdza tezę o silnym zdecentralizowaniu europejskiej struktury instytucjonalnej. Jednak perspektywa poszerzenia UGiW o kilkanaście nowych krajów członkowskich, łącząca się z niebezpieczeństwem przerostu liczby decydentów, a w efekcie wzrostem

kosztów prowadzenia polityki pieniężnej, wywołała debatę w Eurosystemie o konieczności reformy instytucjonalnej w Eurosystemie. Wobec licznie zgłaszanych koncepcji reformy³, Rada Zarządzająca podjęła decyzję o wprowadzeniu systemu rotacyjnego z chwilą rozszerzenia UGiW⁴. Tak więc pod względem systemu decyzyjnego ESBC jeszcze bardziej zbliży się w niedalekiej przyszłości do modelu amerykańskiego.

1.2. Niezależność a wiarygodność

Cechą wspólną struktury instytucjonalnej obu systemów jest wysoki stopień niezależności banków centralnych⁵. Ciekawy jest natomiast fakt, że o ile wysoki obecnie stopień niezależności Rezerwa Federalna osiągała w wyniku blisko 100-letniej ewolucji struktury, o tyle w przypadku ESBC kwestię tę postanowiono uregulować od razu. Tłumaczyć to należy: 1) dorobkiem teoretyczno-empirycznym, który bezsprzecznie wykazuje związek między niezależnością banku centralnego a kształtowaniem się stóp inflacji. Tendencja do nadawania wysokiego stopnia niezależności banku centralnego stała się więc powszechna w bankowości centralnej lat 90.; pod tym więc względem ESBC nie tylko korzysta z dorobku SRF, ale wpisuje się w szeroki nurt działań; 2) chęcią „odseparowania” rządów narodowych od wpływu na politykę pieniężną, co jest szczególnie istotne w przypadku realizacji unii monetarnej bez unii politycznej.

Obszarem odmiennych uregulowań obu systemów jest zakres wiarygodności i transparentności banku centralnego, nabierający szczególnego znaczenia w sytuacji wysokiej niezależności banku centralnego. Wobec niedostatecznego zakresu wiarygodności i transparentności ESBC (brak sankcji za niezrealizowanie celu inflacyjnego, słaba kontrola parlamentarna, niepublikowanie protokołów i wyników głosowania poszczególnych członków Rady Zarządzającej) często przywołuje się rozwiązania amerykańskie, gdzie tenże zakres jest większy. Szczególnym kontrastem jest zakres odpowiedzialności

³ W toku debaty nad kształtem reformy instytucjonalnej w Eurosystemie zgłaszano następujące rozwiązania: rotacja, system głosowania ważonego, reprezentacja, centralizacja. Szerzej na ten temat: H. Berger, *The ECB and Euro-area Enlargement*, IMF Working Paper, WP/02/175; R. Baldwin, *Eastern Enlargement and ECB Reform*, „Swedish Economic Policy Review” 2001, no 8.

⁴ *Press Release: Governing Council Prepares for Enlargement*, European Central Bank, 20.12.2002, www.ecb.int/press/02/pr021220en.pdf.

⁵ W literaturze konstruuje się różne wskaźniki miary niezależności banku centralnego. Do najczęściej wykorzystywanych zalicza się tzw. Index GMT (Grilli, Masciandaro and Tabellini Index), który przyznaje maksymalnie 16 punktów przy mierzeniu stopnia niezależności banku centralnego. Zgodnie z metodologią Indexu, EBC uzyskuje 13 punktów, zaś SRF 12; za: A. Weber, *Monetary Policy in Europe: Towards a European Central Bank and One European Currency*, „International Journal of Public Administration” 1995, no 18.

demokratycznej – wystąpienia prezesa EBC przed Parlamentem Europejskim nie mają tej mocy prawnej i systemu sankcji jak wystąpienia prezesa SRF przed Kongresem.

Dodatkowym fundamentem (obok szerokiego zakresu odpowiedzialności demokratycznej), na którym SRF zbudował swoją wiarygodność, było włączenie sfer pozabankowych w proces zarządzania polityką pieniężną. Dla przykładu, Ustawa o Rezerwie Federalnej (sekcja 10.1) przewiduje, że „w procesie nominacji członków Rady Gubernatorów Prezydent powinien uwzględnić równą reprezentację (*fair representation*) interesów finansowych, rolniczych, przemysłowych, handlowych oraz geograficzny podział kraju”. Tymczasem Traktat o Unii Europejskiej (art. 112) stwierdza, że „członkowie Zarządu muszą być osobami o uznanym doświadczeniu w dziedzinie bankowości i finansów”. Również w zarządzie Banków Rezerwy Federalnej (które są instytucją częściowo prywatną, częściowo rządową) znajdują się przedstawiciele różnych grup społecznych (oprócz bankowców także przedstawiciele sektorów przemysłowych, rolniczych, konsumenckich), co sprawia, że są one „kanałem”, przez który sektor prywatny może przekazywać swoje poglądy zarówno na temat gospodarki, jak i stanu systemu bankowego⁶.

2. Cele i zadania

Zakres zadań realizowanych przez oba systemy jest podobny, można powiedzieć, że jest to klasyczny zestaw zadań każdego banku centralnego. Różnica tkwi w podmiotach systemu realizujących zadanie.

Tabela 2

Zadania ESBC i SRF

Zadanie systemu	SRF	ESBC
1. Określanie i realizowanie polityki pieniężnej	Tak	Tak
2. Emisja banknotów	Tak	Tak
3. Przeprowadzanie operacji dewizowych	Tak	Tak
4. Utrzymywanie i zarządzanie rezerwami walutowymi	Tak	Tak
5. Odgrywanie roli agenta fiskalnego rządu	Tak	NBC
6. Promowanie stabilności systemu finansowego	Tak	Tak

⁶ Za: F. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002.

Tabela 2 (cd.)

Zadanie systemu	SRF	ESBC
7. Sprawowanie nadzoru bankowego i działalność regulacyjna	Tak	Niektóre NBC ^a
8. Realizacja prawa ochrony konsumenta	Tak	Niektóre NBC
9. Promowanie i ułatwianie funkcjonowania systemów płatności	Tak	Tak
10. Gromadzenie i opracowywanie informacji statystycznych	Tak	Tak
11. Uczestnictwo w międzynarodowych instytucjach finansowych	Tak	Tak

^a NBC oznacza Narodowe Banki Centralne. Wyodrębnienie NBC może powodować pewien chaos interpretacyjny, wszak NBC są elementami składowymi ESBC. Wyodrębnienie ich przy opisie funkcji 5, 7, 8 wynika z faktu, że funkcje te realizują wyłącznie na własny użytek (krajowego systemu finansowego i rządu), a nie całego systemu.

Źródło: P. Pollard, *A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve*, „Federal Reserve Bank of St Louis Review”, January/February 2003, s. 18.

Podstawowym celem działalności ESBC jest utrzymanie stabilności cen. Instytucja ta może wspierać politykę ogólnogospodarczą realizowaną przez kraje członkowskie UGiW, jeżeli nie koliduje to z osiągnięciem tego celu (art. 105.1 Traktatu o UE oraz art. 2 Statutu o ESBC i EBC). Stabilność cen nie została sprecyzowana w Traktacie, jednak zgodnie z interpretacją Rady Zarządzającej należy przez nią rozumieć wzrost cen poniżej, lecz blisko 2% rocznie (tzw. ilościowa definicja stabilności cen w Eurosystemie).

Z kolei zgodnie z Ustawą o Systemie Rezerwy Federalnej (Sekcja 2A) podstawowymi celami jej działania są: pełne zatrudnienie, stabilność cen oraz umiarkowany poziom długookresowej stopy procentowej. W przeciwieństwie do ESBC stabilność cen nie jest celem nadrzędnym, lecz równoważnym z dwoma pozostałymi celami. Żaden z celów finalnych nie został poddany ilościowemu zdefiniowaniu. Coraz częściej jednak pojawiają się głosy postulujące konkretyzację celu inflacyjnego amerykańskiego banku centralnego, a nawet uczynienie stabilności cen celem nadrzędnym w procesie realizacji polityki pieniężnej⁷. Europejski Bank Centralny jest jedyną instytucją uprawnioną do emisji banknotów. Monety są wytwarzane w poszczególnych krajach członkowskich strefy euro, jednak wielkość emisji monet jest uzgadniana z EBC. W odróżnieniu od ESBC, bank centralny USA nie zajmuje się wytwarzaniem banknotów i monet. Pierwsze są produkowane przez Biuro Rytownictwa i Druku (Bureau of Engraving and Printing), działające w ramach Ministerstwa Skarbu; drugie natomiast przez Mennicę Ministerstwa Skarbu. System Rezerwy Federalnej ponosi pełną odpowiedzial-

⁷ Por: R. Hetzel, *A Mandate for Price Stability*, „Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review”, March–April 1990, s. 45–53.

ność za zasilanie gospodarki USA w banknoty i monety oraz za prawidłową ich podaż; banki Rezerwy Federalnej zakupują je od instytucji produkujących wg kosztów produkcji, a nie wg wartości nominalnej.

Oba banki centralne zarządzają rezerwami dewizowymi oraz przeprowadzają operacje dewizowe – w Eurosystemie jest to zadanie scentralizowane w EBC, w SRF zadanie to zostało powierzone Bankowi Rezerwy Federalnej Nowy Jork.

Żaden z banków centralnych nie ma wyłącznej odpowiedzialności za prowadzenie polityki kursowej. Kształtowanie polityki kursowej w Eurosystemie zostało powierzone Radzie Ecofin. Tylko Radzie przysługuje prawo zawierania z krajami spoza Unii Europejskiej formalnych porozumień w sprawie stabilizowania kursu. Ponadto Rada, po konsultacji z EBC, określa tzw. ogólne wytyczne w sprawie kształtowania się kursu euro. Z kolei EBC może wstrzymać się z praktyczną realizacją polityki kursowej, gdyby jej kształt stanowił zagrożenie dla stabilizacji cen. Często wyrażane są opinie, że podział kompetencji w zakresie polityki kursowej między EBC i Radę Ecofin może być źródłem poważnych konfliktów⁸. W kontekście powyższego rozwiązanie amerykańskie, gdzie również podejmowanie decyzji o typie mechanizmu kursowego nie leży w gestii banku centralnego, lecz innego organu – w tym wypadku jest to Departament Skarbu, należy uznać za element upodabniający systemy. W obu systemach banki centralne świadczą usługi finansowe rządowi krajowemu. W Eurosystemie tę funkcję pełni każdy bank centralny wobec własnego rządu, zaś w modelu amerykańskim jeden bank Rezerwy Federalnej przejmuje większość zadań (obecnie jest to Bank Rezerwy Federalnej St Louis). Wspólną cechą obu systemów są wyraźne ograniczenia realizacji tej funkcji, wynikające z zakazu finansowania deficytów budżetowych.

Innym obszarem działań banku centralnego, w którym widać decentralistyczne podejście w Eurosystemie, jest nadzór bankowy. Rezerwa Federalna jest włączona w działalność nadzorczą-regulacyjną, dzieląc tę funkcję z dwoma innymi instytucjami federalnymi: Urzędem Kontrolera Pieniądza (Office of Comptroller of the Currency) i Federalną Korporacją Ubezpieczenia Depozytów (Federal Deposit Insurance Corporation) oraz z instytucjami stanowymi. Mimo zachodzenia na siebie uprawnień i odpowiedzialności poszczególnych instytucji, w gestii Rezerwy Federalnej znajdują się takie kwestie, jak: nadzór nad bankami narodowymi oraz stanowymi

⁸ Pogląd taki wyraża m. in. J. Pelkmans, *European Integration. Methods and Analysis*, Prentice Hall, New York 2001, s. 362. Jeśli np. Ecofin Council uzna za pożądane przeprowadzenie interwencji walutowych w relacjach euro/jen lub euro/dolar, nie ma żadnej możliwości narzucenia EBC przeprowadzenia takiej operacji. Jeśli z kolei Ecofin Council postanowiłaby powiązać euro z inną walutą w celu ustabilizowania kursu (czego skutkiem mogłoby być masowy napływ kapitału do strefy euro, a tym samym zagrożenie stabilności cen), EBC nie miałby wpływu na takową decyzję.

będącymi członkami SRF, nad wszystkimi grupami i holdingami bankowymi, udzielanie licencji na otwarcie banku zagranicznego bądź oddziału na obszarze USA, polityka konsolidacyjna w sektorze bankowym.

W ramach Eurosystemu brak jest wspólnej instytucji nadzoru bankowego, nie ma także jednolitych rozwiązań na poziomie narodowym. Oznacza to, że funkcjonują obok siebie różne rozwiązania, generalnie można wyodrębnić trzy typy: nadzór sprawowany przez narodowe banki centralne, przez niezależne instytucje oraz polegający na współpracy banków centralnych i instytucji nadzorczych. ESBC nie odgrywa bezpośredniej roli w nadzorze bankowym; art. 105.5. Traktatu o UE oraz odpowiadający mu art. 25.1 Statutu przewidują w tym zakresie jedynie, że ESBC będzie „przyczyniać się do prawidłowego prowadzenia przez kompetentne instytucje polityk odnoszących się do nadzoru nad instytucjami kredytowymi oraz stabilności systemu finansowego”. Wyrazem tego jest współpraca krajowych instytucji nadzorczych na płaszczyźnie bilateralnej oraz multilateralnej z instytucjami Unii Europejskiej. Należy zwrócić jednak uwagę na coraz częściej pojawiające się głosy postulujące centralizację nadzoru bankowego w Eurosystemie⁹.

3. Strategia i instrumenty polityki pieniężnej

Odmienne podejście obu systemów do formułowania celu finalnego znajduje swoje odbicie w odmiennych strategiach polityki pieniężnej. EBC realizuje swój cel stabilności cenowej poprzez tzw. strategię dwufilarową, opierającą się na teoretycznych założeniach strategii kontroli agregatów monetarnych oraz strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Dla zwiększenia czytelności strategii EBC nie posługuje się jednak pojęciami „cel monetarny” i „cel inflacyjny”, interpretując swoją dwufilarową strategię jako dwa kanały analizy – analizę monetarną i ekonomiczną, wspólnie służące podejmowaniu decyzji.

⁹ Zdaniem zwolenników centralizacji nadzoru bankowego rozwiązanie takie ułatwiłoby prowadzenie jednolitej polityki pieniężnej, a także zarządzanie ryzykiem w przypadku kryzysu płynnościowego w paneuropejskim systemie bankowym. Postulaty scentralizowania nadzoru bankowego w ramach ESBC różnią się wyraźnie w odniesieniu do umiejscowienia tego nadzoru – czy organ nadzorczy powinien funkcjonować w ramach instytucji Unii Europejskiej, czy w strukturach EBC, czy też powinien być sprawowany przez niezależną instytucję. Dla przykładu A. Prati, G. Schinasi (*Financial Stability in European Economic and Monetary Union*, „Princeton Studies in International Finance” August 1999, no 86) proponują utworzenie nowej instytucji nadzorczej, będącej funduszem prywatnym zorganizowanym w formie konsorcjum, którego udziałowcami byłyby także władze państwowe. Z kolei L. Smaghi, D. Gros (*Open Issues in European Central Banking*, „The Centre for European Policy Studies” 2000) postulują utworzenie Europejskiej Finansowej Agencji Nadzoru Bankowego (European Financial Supervisory Agency), składającej się z narodowych instytucji nadzorczych, poddanych uprzednio działaniom harmonizacyjnym.

Pierwszy filar strategii opiera się na tzw. wartości referencyjnej, którą jest średnia ruchoma 3-miesięcznej stopy wzrostu agregatu pieniężnego M3, wynosząca obecnie 4,5%.

Drugi filar strategii wywodzi się z istoty bezpośredniego celu inflacyjnego, a więc polega na szeroko zakrojonej ocenie ryzyka dotyczącego utrzymania stabilności cen oraz prognoz dotyczących kształtowania się cen. Ocena ryzyka dokonywana jest na podstawie szerokiej gamy wskaźników ekonomicznych i finansowych, do których należą: płace, kurs walutowy, ceny obligacji i krzywa rentowności, różnego rodzaju wskaźniki działalności w sferze realnej, wskaźniki polityki fiskalnej, indeksy cenowe i kosztowe, wyniki badań ankietowych przeprowadzanych wśród przedsiębiorców i konsumentów. Przyjęcie takiej dość złożonej strategii wynikało w głównej mierze z różnych doświadczeń banków centralnych krajów członkowskich w przeszłości (Bundesbank stosował oficjalnie strategię kontroli agregatów monetarnych, z kolei banki centralne Hiszpanii, Wielkiej Brytanii czy Szwecji stosowały strategię bezpośredniego celu inflacyjnego). Strategia przyjęta przez EBC jest z pewnością nowatorska, ale spotyka się z częstym zarzutem niskiej transparentności, nie służącej budowie wiarygodności nowo powstałego banku centralnego.

Zmienność celu finalnego w SRF spowodowała konieczność przyjęcia eklektycznej strategii polityki pieniężnej. Podejście to, określane też mianem *just do it strategy*, stanowi realizację zasady przyznawania władzom monetarnym znacznej swobody w działaniu, co zapewnia także pełną elastyczność dostosowań. Podejście amerykańskiego banku centralnego można określić mianem oportunistycznego. Polega ono na tym, że wtedy, gdy inflacja jest na umiarkowanym poziomie, SRF nie podejmuje zasadniczych kroków dla jej obniżenia, nawet jeśli tempo wzrostu cen przekracza długookresowy, docelowy poziom. W takiej sytuacji bank centralny oczekuje raczej na samoistny spadek inflacji, spowodowany przez szoki podażowe lub osłabienie koniunktury. W fazie poprzedzającej samoistną dezinflację SRF reaguje zdecydowanie jedynie w razie groźby wzrostu inflacji. Oznacza to *de facto* stabilizowanie koniunktury w sytuacji niskiej lub umiarkowanej inflacji, a ograniczenie inflacji, gdy jest ona wysoka lub występuje niebezpieczeństwo jej wzrostu¹⁰. Można spotkać się z opinią, że zmienność celu finalnego doprowadziła do „personalizacji polityki amerykańskiego banku centralnego” – brak „kotwicy nominalnej” w postaci stabilności cen oznacza, że antyinflacyjna determinacja banku centralnego zależy przede wszystkim od nastawienia osób decydujących o kształcie polityki pieniężnej¹¹.

¹⁰ Za: P. Szpunar, *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, PWE, Warszawa 2000, s. 194.

¹¹ *Ibidem*.

Operacyjny sposób prowadzenia polityki pieniężnej w obu systemach wykazuje pewne podobieństwa i różnice. W obu systemach rolę wskaźnika operacyjnego polityki pieniężnej (*operational indicator*) pełnią najkrótsze (jednodniowe) stopy rynku międzybankowego. Różnica polega jednak na tym, że w SRF pożądana stopa funduszy federalnych (*federal funds target rate*) ustalana jest na posiedzeniach FKOOR, a więc jest bezpośrednio określana przez bank centralny, zaś w Eurosystemie poziom stopy O/N jest determinowany przez EBC poprzez stworzenie korytarza stóp procentowych banku centralnego, wyznaczonego przez oprocentowanie *standing facilities*¹², najczęściej w środku tego przedziału, nieco powyżej stopy *repo*, pełniącej rolę celu operacyjnego (*policy rate*). W Eurosystemie referencyjna stopa dla międzybankowych operacji depozytowych typu O/N (tzw. EONIA – Euro Overnight Index Average) jest ustalana przez EBC *ex post*, z uwzględnieniem faktycznych dziennych stóp procentowych i rzeczywistych dziennych obrotów na rynku pieniężnym, jako średnia ważona kwotami transakcji.

W celu łagodzenia wahań krótkoterminowych stóp rynku międzybankowego oba banki centralne stosują klasyczną triadę instrumentów polityki pieniężnej. Zakres wykorzystywania poszczególnych instrumentów zależy jednak od wielu czynników: uwarunkowań historycznych i prawnych, warunków rynkowych, w tym płynności sektora banków komercyjnych.

Tabela 3

Instrumenty polityki pieniężnej w SRF i ESBC

SRF	ESBC
Okno dyskontowe	<i>Standing facilities</i>
Operacje otwartego rynku	Operacje otwartego rynku
Rezerwa obowiązkowa	Rezerwa obowiązkowa

Źródło: Opracowanie własne.

Największa różnica w instrumentarium dotyczy mechanizmu refinansowego i depozytowego. W Eurosystemie stworzono tzw. *standing facilities* – szeroko dostępny instrument pozwalający: 1) zaabsorbować nadwyżkową płynność poprzez złożenie depozytu w banku centralnym na bazie O/N; 2) uzupełnić brakującą płynność poprzez zaciągnięcie kredytu w banku centralnym na bazie O/N. Korzystanie ze *standing facilities* – z inicjatywy instytucji kredytowych – jest nieograniczone i jedynie w przypadku *credit facility* limitowane posiadanym przez banki zabezpieczeniem w postaci od-

¹² Określenie *standing facilities*, nie mające swego dokładnego polskiego odpowiednika, bywa tłumaczone jako transakcje (lub ułatwienia) kredytowo-depozytowe. Coraz powszechniejsze staje się jednak posługiwanie terminem angielskim (np. w materiałach własnych NBP).

powiednich papierów wartościowych. Oprocentowanie operacji *standing facilities* (*marginal lending rate* oraz *deposit rate*) należy do oficjalnych stóp EBC, ich zmiana sygnalizuje zmianę stopnia restrykcyjności prowadzonej polityki pieniężnej.

W SRF instrument depozytowy nie odgrywa żadnej roli – nie będąc oprocentowanym, nie jest pożądanym przez uczestników rynku pieniężnego instrumentem lokowania niezagospodarowanych środków. W jego miejsce rolę dolnego ograniczenia stóp rynku międzybankowego odgrywają kredyty refinansowe, znane pod nazwą „okno dyskontowe”, oprocentowane poniżej poziomu rynkowego. Z natury rzeczy kredyt taki musi być limitowany; administracyjne ograniczenie przybiera formę „presji moralnej banku centralnego”. Bank może uzyskać jednodniowy kredyt redyskontowy w SRF (nazywany kredytem dostosowawczym – *adjustment credit*) pod warunkiem, że wykaże brak możliwości pozyskania potrzebnych środków po rynkowej cenie z innych źródeł. Ponieważ częste korzystanie z tej możliwości naraża banki na zarzut złego zarządzania, starają się one unikać zaciągania tego kredytu mimo jego korzystnego oprocentowania. Oprócz pożyczek jednodniowych SRF zapewnia także formy refinansowania długoterminowego – jest to tzw. kredyt poszerzony (*extended credit*) oraz kredyt sezonowy (*seasonal credit*). Okno dyskontowe w SRF pełni zatem także funkcje kredytu ostatniej instancji (*last resort*). Funkcji takiej nie pełni EBC, w którym refinansowanie odbywa się tylko na bazie jednodniowych pożyczek, przeznaczonych dla banków o dobrym standingu finansowym.

Realizacja polityki kredytowo-depozytowej w obu systemach jest zdecentralizowana, dokonywana na zharmonizowanych zasadach, między instytucją kredytową a narodowym bankiem centralnym (w ESBC) lub między instytucją depozytową a własnym bankiem Rezerwy Federalnej (w SRF).

W kontekście tej analizy porównawczej polityki refinansowej obu systemów należy zaznaczyć całkiem duże prawdopodobieństwo modyfikacji modelu amerykańskiego w niedalekiej przyszłości – najprawdopodobniej w kierunku modelu europejskiego. Zgłoszona w 2002 r. przez Rezerwę Federalną propozycja modyfikacji okna dyskontowego zmierza do przekształcenia go w *lending facility*, a więc w instrument kredytowy, który określałby krańcowy koszt pozyskania pieniądza na rynku międzybankowym. Propozycja Rezerwy Federalnej (obecnie będąca na zaawansowanym etapie opracowywania procedur przez Kongres) opiera się na następujących argumentach¹³:

¹³ B. F. Madigan, W. R. Nelson, *Proposed Revision to the Federal Reserve's Discount Window Lending Programs*, „Federal Reserve Bulletin”, July 2002, 88(7), s. 313–319. Mimo, że propozycja Rezerwy Federalnej w największym stopniu koncentruje się na modyfikacji kredytu na bazie O/N (*adjustment credit*) – z propozycją nazwania go *primary credit*, oprocentowania go na poziomie 100 punktów procentowych powyżej stopy referencyjnej, sporo uwagi poświęca także pozostałym dwóm typom kredytów banku centralnego (ich utrzymanie, oprocentowanie powyżej stopy referencyjnej).

– funkcjonowanie *lending facility* w krajach uprzemysłowionych pokazało, że jest on efektywnym instrumentem stabilizowania stóp rynku międzybankowego. Brak takiego stabilizatora jest szczególnie dotkliwy w przypadku nagłego skurczenia się rynku pieniężnego – jeśli instytucje depozytowe niechętnie korzystają z okna dyskontowego (dokładniej, z *adjustment credit*), w sytuacji braku płynności zwiększają znacznie popyt na rynku funduszy federalnych, windując stopy rynkowe, szczególnie stopy O/N powyżej stopy referencyjnej (*federal funds target rate*);

– mechanizm administracyjny zostaje zastąpiony mechanizmem cenowym. Nie należy się spodziewać znacznego wzrostu wolumenu kredytów jednodniowych ze względu na ich marginalną cenę, a więc nie należy się spodziewać osłabienia aktywności banków na rynku funduszy federalnych;

– coraz więcej banków centralnych wprowadza *lending facility* (oprócz EBC także Bank Kanady w 1996 r., Bank Japonii w 2001 r.).

Również modyfikacja polityki depozytowej – zmierzająca do wprowadzenia oprocentowania jednodniowych depozytów banków w banku centralnym – była szeroko dyskutowana w SRF. Mimo pozytywnej opinii Rezerwy Federalnej co do ewentualnej modyfikacji Kongres odrzucił wniosek o podjęcie stosownych działań legislacyjnych¹⁴.

Operacje otwartego rynku są podstawowym instrumentem regulowania płynności systemu bankowego i stabilizowania krótkoterminowych stóp rynku międzybankowego w obu systemach. Od strony technicznej, proceduralnej, widoczne są jednak pewne różnice. Dotyczą one takich aspektów, jak: częstotliwość i rodzaj przeprowadzanych operacji, rodzaje stosowanych zabezpieczeń, liczba kontrahentów operacji. Eurosystem został wyposażony w bogatszy niż SRF zestaw instrumentów służących reagowaniu na krótkotrwałe i nieoczekiwane zmiany płynności oraz sytuację strukturalnych zmian skali płynności. Głównym instrumentem regulacji płynności są tzw. podstawowe operacje refinansujące (*main refinansing operations* – MRO), przeprowadzane regularnie co tydzień z tygodniowym okresem zapadalności, w formie transakcji odwracalnej. Ponadto ESBC przeprowadza długoterminowe operacje refinansujące (co miesiąc z terminem 3-miesięcznym), a także operacje precyzyjnego dostrajania (*fine-tuning operations*) i operacje strukturalne. Dokonując tych operacji, korzysta z pięciu typów narzędzi: operacji warunkowych i bezwarunkowych banków centralnych (*repo* i *outright transactions*), emisji przez banki centralne certyfikatów dłużnych, spawowych transakcji dewizowych, przyjmowania przez banki centralne depozytów banków komercyjnych na z góry określony termin. Arsenal środków w SRF jest dużo skromniejszy. Rolę odpowiednika podstawowych operacji otwartego rynku

¹⁴ P. Pollard, *A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve*, „Federal Reserve Bank of St Louis Review”, January/February 2003, s. 22.

pełnią codzienne operacje banku centralnego, przeprowadzane na ogół w formie transakcji odwracalnych o okresie zapadalności od 1 dnia (najczęściej) do 3 miesięcy. Rolę trwałego zasilania lub absorbowania płynności odgrywają nieregularnie przeprowadzane operacje nieodwracalne.

Również zestaw zabezpieczeń stosowanych w ESBC jest znacznie szerszy niż w SRF. W ESBC wyodrębniono dwie grupy aktywów, które służą jako zabezpieczenie operacji (tzn. *tier one assets* oraz *tier two assets*). Istotnym jest, że oprócz skarbowych papierów dłużnych jako zabezpieczenie w operacjach pieniężnych stosowane mogą być obligacje bankowe i przedsiębiorstw, papiery udziałowe i inne instrumenty. W SRF lista zabezpieczeń ogranicza się do skarbowych papierów dłużnych, papierów agencji rządowych i przedsiębiorstw wspieranych finansowo przez rząd¹⁵. SRF nie przeprowadza operacji otwartego rynku z użyciem papierów wartościowych emisji prywatnych, ze względu na specyficzną strukturę własnościową SRF – banki rezerwy federalnej są częściowo własnością prywatną, zatem mogłyby powstawać podejrzenia „kolizji interesów” w procesie realizacji polityki pieniężnej. Przyjęcie ograniczonego zestawu zabezpieczeń w SRF było możliwe z uwagi na wysoki wolumen obrotów rządowych papierów wartościowych, będący w stanie zapewnić sprawne funkcjonowanie operacji otwartego rynku. Jednak coraz częściej słychać głosy, że wobec kurczącego się długu publicznego w USA pojawi się konieczność rozszerzenia listy zabezpieczeń¹⁶.

Przyjęcie w ESBC szerokiego spektrum aktywów służących przeprowadzaniu operacji otwartego rynku należy tłumaczyć zróżnicowaną strukturą systemów finansowych krajów członkowskich.

Liczba kontrahentów operacji pieniężnych w SRF jest ograniczona – obecnie jest to ok. 25 wyspecjalizowanych, spełniających pewne wymogi kapitałowe, podmiotów (tzw. *primary dealers*)¹⁷. W ESBC kontrahentami operacji pieniężnych mogą być te spośród instytucji kredytowych, które oprócz obowiązku rezerwowego spełniają dodatkowe warunki (m. in. są objęte regularnym i profesjonalnym nadzorem, są oceniane jako „finansowo zdrowe” oraz „zdolne do sprawnego przeprowadzania operacji polityki pieniężnej”). Obecnie spośród ponad 7500 instytucji kredytowych w Eurosystemie 3000 ma dostęp do *credit facility*, 2500 do regularnych operacji

¹⁵ Wąski zakres zabezpieczeń dotyczy tylko operacji otwartego rynku. W przypadku korzystania z okna dyskontowego banki mają do dyspozycji znacznie szerszy zakres zabezpieczeń, wykraczający poza papiery skarbowe.

¹⁶ D. Blenck, H. Hasko, S. Hilton, K. Masaki, *The Main Features of the Monetary Policy Frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve, and the Eurosystem*, [w:] *Comparing Monetary Policy Operating Procedures Across the United States, Japan and the Euro Area*, „Bank for International Settlements” 2001, no 9, s. 35.

¹⁷ Są to albo banki komercyjne, albo maklerzy rządowych papierów wartościowych (którzy działają poza spółkami prywatnymi czy bankami handlowymi).

otwartego rynku, ok. 200 zostało wybranych do uczestniczenia w operacjach precyzyjnego dostrajania¹⁸.

Zasadnicza różnica w omawianych systemach operacji otwartego rynku sprowadza się do organizacji rozliczeń. W ESBC mamy do czynienia z decentralizacją operacjonalizacji polityki pieniężnej, więc operacje otwartego rynku, tak jak pozostałe instrumenty, są realizowane na poziomie narodowym, zgodnie z wytycznymi kierowanymi z centrum. W SRF operacje otwartego rynku są scentralizowane (zarówno w aspekcie decyzyjnym, jak i realizacyjnym), realizowane w jednym miejscu – w Banku Rezerwy Federalnej Nowy Jork.

W obu systemach banki centralne wprowadziły wymóg rezerwy obowiązkowej, jest to rezerwa uśredniona. Wymogiem rezerwowym objęte są wszystkie instytucje kredytowe i ich oddziały w ESBC oraz wszystkie instytucje depozytowe i ich oddziały w SRF. W ESBC rezerwa obowiązkowa jest oprocentowana na poziomie podstawowych operacji refinansujących, okres utrzymywania rezerwy wynosi 1 miesiąc. W SRF rezerwa obowiązkowa nie jest oprocentowana, okres utrzymywania wynosi dwa tygodnie. Podstawowa różnica dotyczy stopy rezerwy obowiązkowej – w Eurosystemie wynosi ona 2% dla następujących rodzajów zobowiązań: depozytów na żądanie, depozytów z terminem zapadalności do 2 lat, wyemitowanych papierów dłużnych z terminem zapadalności do 2 lat, dla papierów wartościowych rynku pieniężnego; w SRF rezerwie podlegają depozyty transakcyjne, w zależności od rodzaju prowadzonego rachunku i wysokości zgromadzonych na nim środków stopa rezerwy mieści się w przedziale 3–10%.

Mimo pewnych technicznych rozbieżności dotyczących rezerwy obowiązkowej, widoczna jest w obu systemach tendencja łagodzenia wymogu rezerwowego tak, aby nie stawiać w gorszej pozycji konkurencyjnej własnego systemu bankowego.

Podsumowanie

Analiza porównawcza dwóch modeli bankowości centralnej prowadzi do wniosku, że jedynie struktura instytucjonalna SRF była obszarem bezpośrednio kopiowanych rozwiązań do nowotworzonego Europejskiego Banku Centralnego. ESBC w znacznie większym stopniu jest oparty na rozwiązaniach decentralistycznych, co jest zgodne z nadrzędną zasadą konstytuującą porządek prawno-instytucjonalny we Wspólnotach – zasadą subsydiarności. Z kolei w SRF centralizacja wyraża się w przypisaniu określonego zadania konkretnemu regionalnemu bankowi centralnemu.

¹⁸ Za: European Central Bank, Annual Report, 2002. Zwraca się uwagę na spadek liczby kontrahentów w okresie 1999–2002, głównie na skutek procesów konsolidacyjnych w systemie bankowym.

Na płaszczyźnie operacyjnej rozwiązania ESBC (szczególnie takie aspekty, jak częstotliwość operacji otwartego rynku czy zasady polityki refinansowej) są znacznie bliższe rozwiązaniom stosowanym przed uruchomieniem UGiW w bankowości centralnej krajów członkowskich (szczególnie w niemieckim Bundesbanku) niż rozwiązaniom amerykańskim. Wydaje się, że przyczyn tego stanu rzeczy należy upatrywać w przynależności do odmiennych typów systemów finansowych, odmiennej roli poszczególnych segmentów rynku finansowego, a także w tradycji.

Obserwacja zgłaszanych propozycji reform poszczególnych obszarów funkcjonowania banków centralnych prowadzi do ciekawej konkluzji. Z jednej strony widoczne są postulaty wzrastającego stopnia centralizacji bankowości europejskiej (w takich sferach, jak: nadzór bankowy czy operacjonalizacja polityki pieniężnej), co byłoby kierunkiem zbliżającym do rozwiązań amerykańskich. Z drugiej strony widoczna jest tendencja modyfikacji instrumentów polityki pieniężnej SRF (szczególnie instrumentu refinansowego), co będzie ewolucją w kierunku modelu europejskiego¹⁹. Wydaje się zatem, że mamy do czynienia z konwergencją systemów bankowości centralnej. Zjawisko to – najprawdopodobniej nasilające się z biegiem czasu – należy traktować jako istotny element dokonującej się obecnie konwergencji anglosaskiego i kontynentalnego systemu finansowego.

Joanna Bogoleńska

**INSTITUTIONAL AND OPERATIONAL FRAMEWORK OF THE EUROPEAN SYSTEM
OF CENTRAL BANKS (ESCB) AND THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (FRS).
A COMPARATIVE ANALYSIS**

The aim of the article is to compare two central banks operating under federal structure within monetary union, namely the European System of Central Banks and the Federal Reserve System. The analysis covers the following items: institutional framework, tasks and objectives, strategy and instruments of monetary policy. The analysis lead to the conclusion that the two central banking systems – although designed with some key differences – are becoming convergent.

¹⁹ Należy zwrócić uwagę na różną „elastyczność” ustawodawstwa związanego z bankowością centralną w obu systemach. O ile ustawodawstwo SRF jest tworzone przez Kongres i może w każdej chwili zostać zmienione, o tyle modyfikacja Statutu o ESBC i EBC – będącego częścią umowy międzynarodowej, jaką jest Traktat z Maastricht – wymaga uruchomienia skomplikowanej procedury ratyfikacyjnej. Czynniki ten osłabia prawdopodobieństwo szybkiej i gruntownej modyfikacji struktury europejskiej; za: M. Wynne, *The European System of Central Banks*, „Economic Review. Federal Reserve Bank of Dallas”, First Quarter 1999.