

Emilia KLEPCZAREK *

POLITYKA MONETARNA REZERWY FEDERALNEJ W WARUNKACH KRYZYSU FINANSOWEGO

1. Wstęp

Globalny kryzys finansowy, zwany kryzysem *subprime*, sprowokował przedstawicieli świata współczesnej ekonomii do ożywionej dyskusji na temat teorii ekonomicznych, obowiązujących doktryn politycznych oraz mechanizmów funkcjonowania systemów finansowych. Szeroko omawiano przy tym przyczyny narastania zjawisk kryzysowych w gospodarce amerykańskiej oraz zastanawiano się nad dopuszczalną głębokością interwencji państwa w mechanizm rynkowy. Szereg publikacji traktuje właśnie o przyczynach narastania bańki spekulacyjnej na amerykańskim rynku aktywów oraz konsekwencjach pojawienia się tej największej od czasów Wielkiego Kryzysu recesji. Zaskakująco niewiele jest jednak opracowań, które zestawiałyby działania podejmowane przez banki centralne dla przywrócenia równowagi w systemie finansowym.

Niemal wszystkie rozwinięte, a także rozwijające się państwa zastosowały w owym czasie szerokie *spectrum* interwencji mających na celu łagodzenie zawirowań na rynkach światowych. Zagrożenie globalną recesją spowodowało szereg reakcji nie tylko ze strony władz monetarnych, ale również ze strony rządów, co wynikało z przenoszenia zjawisk kryzysowych z sektora finansowego do realnej sfery gospodarki. Stąd też instrumenty polityki monetarnej okazały się być niewystarczające dla stabilizacji sytuacji ekonomicznej.

Banki centralne w rozwiniętych gospodarkach dysponują bardzo rozbudowanym zestawem instrumentów możliwych do zastosowania w procesie stabilizowania systemu finansowego. Warto podkreślić ich bardzo dużą aktywność w łagodzeniu skutków kryzysu, który rozpoczął się w sierpniu

* Studentka studiów II stopnia, kierunek ekonomia, Uniwersytet Łódzki.

2007 r. Niemal nie było tygodnia, w którym liczące się na świecie banki centralne nie podejmowałyby różnego rodzaju działań stabilizacyjnych, skupionych głównie na czterech obszarach¹. Po pierwsze – władze monetarne starały się utrzymywać krótkoterminowe stopy procentowe rynku pieniężnego na poziomie zbliżonym do podstawowych stóp banku centralnego, poprzez aktywne zarządzanie rezerwami, zapewniając bankom szerszy dostęp do pożyczek *overnightowych*. Po drugie – banki centralne próbowały rozłuznić napięcia na rynkach finansowych za pomocą wydłużania terminów zapadalności kredytów refinansowych, rozszerzania w razie potrzeby katalogu dopuszczalnych zabezpieczeń oraz zwiększenia ilości pożyczek zabezpieczonych papierami wartościowymi. Po trzecie – banki centralne zwiększyły swoje wysiłki w zakresie współpracy zarówno poprzez lepszą komunikację i zbiorowe monitorowanie rynku, jak i skoordynowane działania mające na celu zapewnienie finansowania długoterminowego. Po czwarte wreszcie – wykazując się większą aktywnością, innowacyjnymi rozwiązaniami i współpracą w zakresie zarządzania płynnością, niektóre banki centralne ponownie uregulowały narzędzia polityki pieniężnej, uwzględniając wpływ zawirowań na rynkach kredytowych na inflację oraz realną sferę gospodarki.

Celem artykułu jest zaprezentowanie działań stabilizacyjnych podejmowanych przez bank centralny Stanów Zjednoczonych. To właśnie Rezerwa Federalna prowadziła w latach 2007–2010 najbardziej aktywną politykę antykrzysową, ukazując tym samym mnogość instrumentów, jakimi może się posługiwać współczesny bank centralny, dążąc do łagodzenia turbulencji w systemie finansowym.

2. Kryzys zaufania

Przed przystąpieniem do charakterystyki działań Rezerwy Federalnej w odpowiedzi na kryzys na rynkach finansowych należy jednak wskazać na podstawowy problem, z którym borykał się rynek transakcji międzybankowych od momentu ujawnienia znaczącego zaangażowania światowych instytucji finansowych w najbardziej ryzykowny segment kredytów hipotecznych USA.

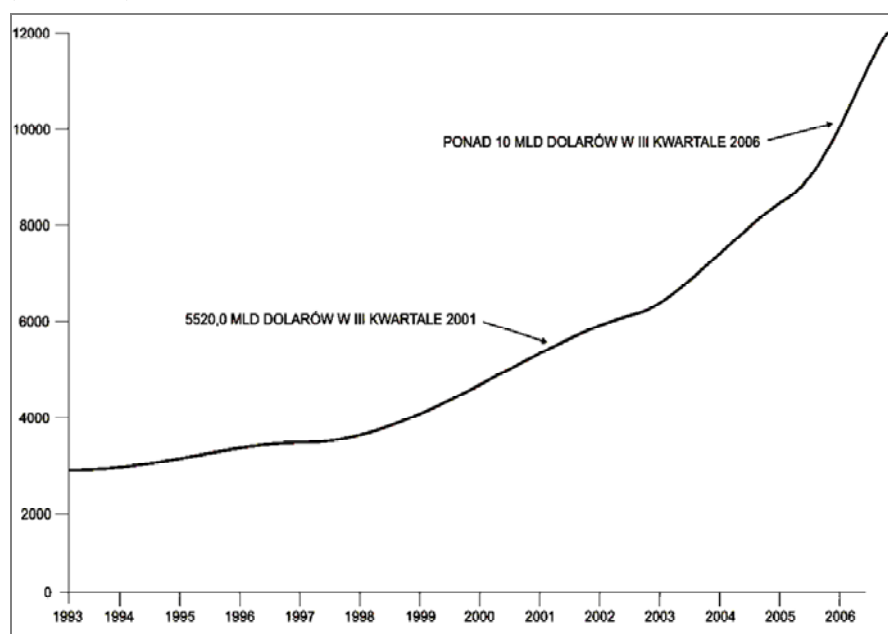
Można znaleźć wiele głosów porównujących kryzys *subprime* do Wielkiego Kryzysu z pierwszej połowy XX w. Należy jednak zwrócić uwagę na

¹ F. Papadia, *Central bank operations In response to the financial turmoil*, Committee on the Global Financial System, CGFS Papers, 2008/31, s. 1 (<http://www.bis.org/publ/cgfs31.pdf>; stan na dzień 25.05.2011).

to, że o ile w przypadku Wielkiego Kryzysu można mówić o problemie braku płynności, o tyle w okresie poprzedzającym kryzys *subprime* mieliśmy do czynienia z nadpłynnością sektora finansowego i w konsekwencji nadmierną podażą pieniądza kredytowego. Należałoby zatem po pierwsze – inaczej zdiagnozować ówczesną sytuację, po drugie natomiast – zastosować inne niż w latach 30. narzędzia polityki monetarnej.

John B. Taylor – wybitny ekonomista amerykański – określił kryzys *subprime* mianem „kryzysu zaufania”. Za pomocą metod statystycznych udowodnił, że napięcia na rynkach finansowych nie były związane z problemem płynności, lecz wynikały z wewnętrznego problemu ryzyka finansowego². Wzajemna nieufność poszczególnych uczestników rynku ma swoją genezę w ekspansji kredytowej amerykańskich banków hipotecznych, które mając okazję niemal darmowego pożyczania pieniądza na rynku międzybankowym, zwiększały podaż kredytów, w tym głównie tych o najniższych standardach – tzw. kredytów *subprime* (por. wykr. 1).

WYKRES 1: Wzrost zadłużenia gospodarstw domowych w USA z tytułu kredytów hipotecznych (w mln USD)

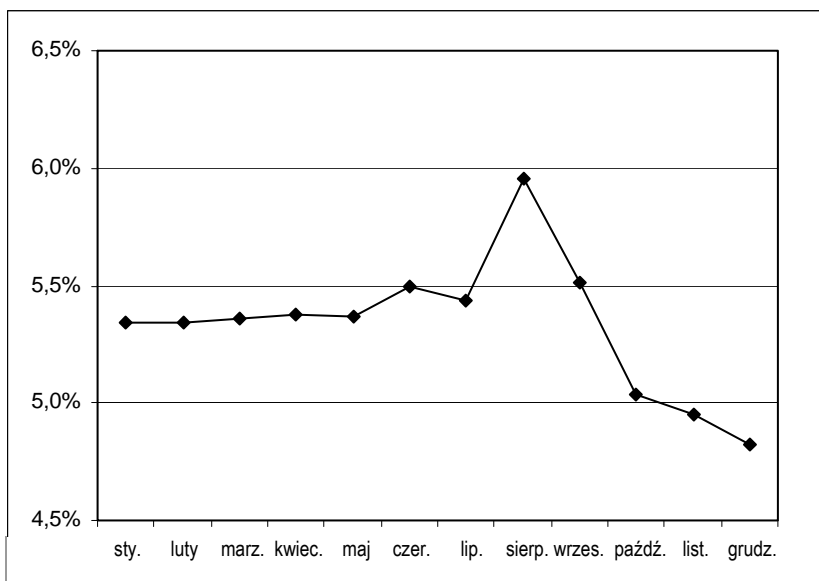


Źródło: G. Soros, *Nowy paradygmat rynków finansowych*, MT Biznes, Warszawa 2008, s. 122.

² Por. J.B. Taylor, *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2010, s. 46.

Współczesna inżynieria finansowa pozwalała na tworzenie wyrafinowanych instrumentów opartych na owych ryzykownych pożyczkach. W ten sposób do systemu finansowego trafiły skomplikowane obligacje o bardzo trudnym do wyceny ryzyku. Hossa na rynku oraz polityka niskich stóp procentowych sprzyjały ekspansji kredytowej i tworzeniu nowych instrumentów pochodnych. Dopiero załamanie rynku nieruchomości spowodowane zacieśnianiem polityki monetarnej, gwałtownym spadkiem cen domów i masowym wręcz brakiem zdolności do spłaty zaciągniętych zobowiązań sprawiły, że banki zaczęły obawiać się o bezpieczeństwo własnych portfeli oraz portfeli kontrahentów. Brak wiedzy o skali zjawiska ekspozycji poszczególnych podmiotów na instrumenty pochodne oparte na kredytach *subprime*, był jedną z przyczyn ogólnej nieufności, jaka zapanowała na rynku międzybankowym i niemal z dnia na dzień zaniechania transakcji, przy drastycznym wzroście ceny pieniądza na tym rynku. Wykres 2 ilustruje ów gwałtowny wzrost stopy pożyczek *overnight* na rynku dolara w sierpniu 2007 r., kiedy to banki zaczęły doświadczać pierwszych niepokojów związanych z niedoszacowaniem ryzyka instrumentów pochodnych.

WYKRES 2: Stopa pożyczek *overnight* na rynku dolarowym w 2007 r.

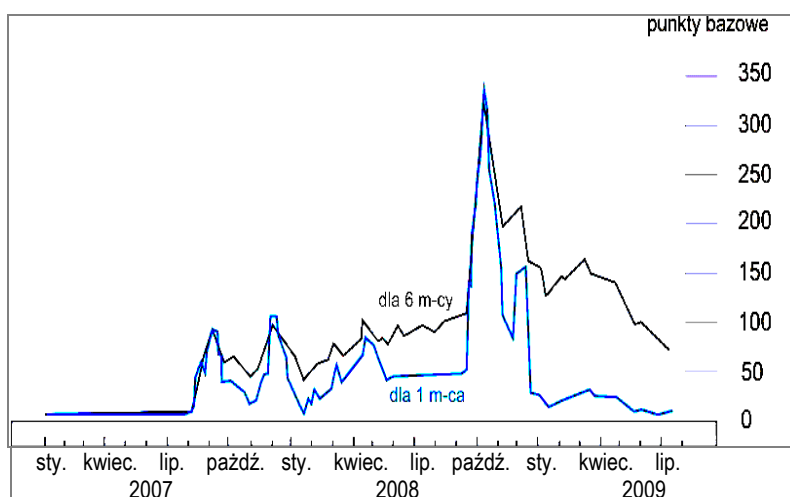


Źródło: <http://www.global-rates.com/interest-rates/libor/american-dollar/2007.aspx>; stan na dzień 25.05.2011.

Warto nadmienić, że dla *overnightowego* rynku dolara konsekwencje upadku Lehman Brothers były jeszcze bardziej dramatyczne. 30 września 2008 r. koszt pożyczek międzybankowych osiągnął 6,88%, czyli ponad trzykrotnie więcej niż wynosiły oficjalne stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych. Niektóre instytucje w desperackim poszukiwaniu finansowania były skłonne zapłacić nawet 11%, żeby pożyczyć środki z Europejskiego Banku Centralnego. Awersja do ryzyka instytucji finansowych stała się tak wysoka, iż zdeponowały one fundusze o rekordowej wartości 44 mld EUR (62 mld USD) w Europejskim Banku Centralnym, według stanu na koniec września 2008 r., pomimo że mogły zarobić 2 pkt proc. więcej, pożyczając te fundusze innym bankom³.

Jako miarę obaw ryzyka niewypłacalności banków przyjmuje się zwykle *spread* pomiędzy stopą pożyczek rynku pieniężnego (LIBOR) a kontraktem OIS (*overnight indexed swap*), który postrzegany jest jako wycena premii za ryzyko kredytowe i odzwierciedla prawdopodobieństwo bankructwa banku pożyczającego pieniądze na rynku od innego banku (wykr. 3). Po upadku Lehman Brothers nastąpił znaczny wzrost *spreadów* na wszystkich głównych rynkach finansowych. Banki na całym świecie, niepewne co do kierunku rozwoju sytuacji, przestały pożyczać sobie pieniądze, bojąc się o wypłacalność partnerów.

WYKRES 3: Różnica pomiędzy LIBOREM a OIS



Źródło: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_20090721_part2.htm#fig33r; stan na dzień 25.05.2011.

³ W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2010, s. 93.

Ten swoisty „kryzys zaufania” spowodował, że ze strony władz monetarnych niezbędne stało się przeprowadzanie działań, które pozwoliłyby na wyeliminowanie ryzyka niewypłacalności banków zaistniałego w wyniku niemożności zrefinansowania zadłużenia na rynku międzybankowym. Konieczne okazało się również uspokajanie niepokojów klientów banków i zapobieganie tym samym wycofywaniu depozytów, co dodatkowo pogorszyłoby sytuację płynnościową. Bardzo ważną rolę odgrywała ponadto potrzeba ustabilizowania sektora finansowego w średnim terminie, poprzez usunięcie negatywnych czynników destabilizujących i wprowadzających nieufność. Dlatego na przykład w USA zdecydowano się na przejęcie „toksycznych aktywów”⁴.

3. Programy płynnościowe

Wśród instrumentów wykorzystywanych przez władze monetarne USA w celu stabilizowania sytuacji na rynku pieniężnym należy wymienić:

- dostosowania w zakresie warunków i częstotliwości zawieranych transakcji;
- przeprowadzanie dodatkowych długoterminowych operacji otwartego rynku;
- zmiany warunków operacji kredytowych;
- rozszerzenie katalogu akceptowanych zabezpieczeń oraz kontrahentów;
- zwiększenie ilości pożyczek zabezpieczonych papierami wartościowymi.

Na początku napięć na rynku pieniężnym, w sierpniu 2007 r., Rezerwa Federalna (FED) podjęła działania mające zapobiec niestabilnemu popytowi banków komercyjnych na pieniądź, a tym samym utrzymywanie stóp rynku pieniężnego na poziomie zgodnym z celami polityki monetarnej. W tym celu dokonywano operacji otwartego rynku, które znajdowały się poza stałym harmonogramem, lub przeprowadzano je w ilościach większych niż zwykle. FED gwarantował również uczestnikom rynku stały dostęp do pożyczek *overnight* i zapewniał o utrzymywaniu wyższego poziomu rezerw pieniężnych na wypadek zgłoszenia zwiększonego zapotrzebowania na pieniądź ze strony banków komercyjnych. Committee on the Global Financial System opracował szczegółowe kalendarium działań podejmowanych przez poszczególne banki centralne⁵, zgodnie z którym na pierwszą tego typu operację Rezerwa Federalna zdecydowała się już 10 sierpnia 2007 r. i przeprowadziła trzy nadzwyczajne

⁴ *Ibidem*, s. 131.

⁵ F. Papadia, *Central bank operations...*, s. 20–40.

czajne przetargi umów odkupu *overnight* o łącznej wartości 38 mld USD. Uzasadniając te działania, FED wydał oświadczenie, w którym stwierdził, iż intencją powziętych operacji było zapewnienie płynności finansowej w celu ułatwienia sprawnego funkcjonowania rynków finansowych i utrzymanie stóp procentowych rynku pieniężnego na poziomie zbliżonym do 5,25%, który to poziom stanowił wówczas cel Rezerwy Federalnej⁶. Tydzień później Komisja Federalna Otwartego Rynku (FOMC) ogłosiła zwiększone ryzyko nadchodzącego spowolnienia gospodarczego. FED, chcąc zapewne ostudzić napięcie na rynkach finansowych, przegłosował obniżkę oprocentowania krótkoterminowych operacji kredytowych o 50 pkt baz. do 5,75%, co daje wskaźnik tylko 50 pkt baz. powyżej stopy podstawowej Rezerwy Federalnej.

Zarząd FED wydłużył również termin zapadalności kredytów udzielanych bankom komercyjnym do 30 dni, z możliwością przedłużenia przez kredytobiorcę. Natomiast 16 marca 2008 r. *spread* pomiędzy oprocentowaniem krótkoterminowych operacji kredytowych przeprowadzanych przez FED a docelową stopą rynku pieniężnego obniżono o kolejne 25 pkt baz.; tak więc instytucje finansowe mogły pożyczać fundusze od banku centralnego zaledwie o 0,25% drożej niż wynosiła stopa podstawowa w tym czasie. Co więcej, Rezerwa Federalna zdecydowała się dodatkowo na wydłużenie okresu spłaty tych pożyczek do 90 dni.

26 sierpnia 2007 r. władze monetarne wydały komunikat, w którym zapewniono, iż zabezpieczone aktywami papiery wartościowe będą przyjmowane w zastaw pożyczek służących zapobieganiu niedoborom płynnościowym. Trzy miesiące później, 26 listopada, ogłoszono, że planuje się przeprowadzenie serii terminowych transakcji odkupu, których zakres będzie rozszerzany w nowym roku, w odpowiedzi na podwyższone ciśnienie na rynkach pieniężnych. Ponadto, władze monetarne zapowiedziały, że posiadają wystarczające rezerwy, by oprzeć się presji na wzrost stopy funduszy federalnych powyżej stopy docelowej FOMC. Realizację powyższych zapowiedzi FED rozpoczął już dwa dni później, kiedy to przeprowadził 43-dniową aukcję repo, zasilając rynek finansowy 8 mld USD.

Jednak z punktu widzenia dodatkowego zasilania amerykańskiego rynku finansowego, prawdziwy przełom nastąpił 12 grudnia 2007 r., kiedy FED ogłosił wprowadzenie programu Term Auction Facility (TAF), polegającego na udzielaniu pożyczek terminowych odpowiednio zabezpieczonych na aktywach pożyczkobiorców. Pierwszą tego typu operację przeprowadzono już dwa dni później, dostarczając w ten sposób na rynek 20 mld USD. 19 grudnia opublikowano notę prasową, zgodnie z którą w przedmiotowej operacji wyli-

⁶ <http://timeline.stlouisfed.org/pdf/CrisisTimeline.pdf>; stan na dzień 25.05.2011.

cytowano stawkę oprocentowania na poziomie 4,65%⁷. Podstawowa stopa funduszy federalnych wynosiła wówczas 4,25%, a więc oprocentowanie realne transakcji TAF różniło się znacznie od oprocentowania tzw. podstawowych operacji banku centralnego, co wskazuje na duże zapotrzebowanie na pieniądź oraz niechęć do pożyczania od innych uczestników rynku finansowego. Tę różnicę pomiędzy stopą efektywną (rzeczywistą) a podstawową (docelową) obrazuje wyk. 4. Jak już wspomniano, utrzymanie obu stóp na zbliżonym poziomie było jednym z podstawowych krótkoterminowych celów polityki pieniężnej w USA w tamtym okresie.

WYKRES 4: *Rzeczywista i docelowa stopa funduszy federalnych*



Źródło: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0803e.pdf, s. 8; stan na dzień 25.05.2011.

Kolejne aukcje w ramach operacji TAF odbywały się z dosyć dużą częstotliwością (zwykle dwa razy w miesiącu); każdorazowo zasilaly rynek „zastrzykiem pieniężnym” w kwocie 20–125 mld USD. Jak wynika z informacji zamieszczonych na stronie internetowej Rezerwy Federalnej, ostatnią aukcję w ramach TAF przeprowadzono 8 marca 2010 r.⁸

Istnieje szereg kontrowersji w odniesieniu do zasadności i przejrzystości udzielania pożyczek w ramach TAF. John B. Taylor podnosi na przykład, iż tak duże zastrzyki płynnościowe były bezzasadne w przypadku tego kryzy-

⁷ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20071219c.htm>; stan na dzień 25.05.2011.

⁸ <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tafschedule.htm#f1>; stan na dzień 25.05.2011.

su, gdyż – w przeciwieństwie do Wielkiego Kryzysu lat 30. – problemem nie był tu brak płynności, lecz brak zaufania. Inny głos krytyczny można znaleźć w opracowaniach inwestora giełdowego Karla Denningera, który sporządził tabelę zawierającą zestawienie pożyczek w ramach operacji TAF udzielonych w mieście Charlotte w stanie Nowy Jork od września 2008 r. do maja 2009 r. (patrz: tab. 1). Denninger podkreślał wysoką wartość zastawów, którymi zabezpieczone były udzielane pożyczki. Jednak pominął przy tym jedną zasadniczą kwestię, mianowicie ryzyko, jakim były obciążone papiery wartościowe stanowiące zabezpieczenie transakcji TAF. Nie można zapominać, że znaczna ich część opierała się na kredytach *suprime*, co, biorąc pod uwagę zagrożenie nieściągalnością i spadające ceny nieruchomości, musiało się wiązać ze znaczną korektą ich wartości realnej.

TABELA 1: Pożyczki w ramach programu TAF dla miasta Charlotte w stanie Nowy Jork

Termin pożyczki	Termin zapadalności	Kwota (mln USD)	Zabezpieczenie (mln USD)	Oprocentowanie
11.09.2008	4.12.2008	2 167	51 197,0	2,67
9.10.2008	2.01.2009	15 000	55 111,6	1,39
23.10.2008	20.11.2008	15 000	58 235,0	1,11
6.11.2008	29.01.2009	15 000	43 235,0	0,60
20.11.2008	18.12.2008	15 000	82 946,4	0,51
2.01.2009	26.03.2009	15 000	87 012,7	0,20
15.01.2009	12.02.2009	15 000	169 903,1	0,25
29.01.2009	23.04.2009	15 000	185 410,1	0,25
12.02.2009	12.03.2009	15 000	169 903,1	0,25
26.02.2009	21.05.2009	15 000	107 574,9	0,25
12.03.2009	9.04.2009	15 000	107 574,9	0,25
26.03.2009	18.06.2009	15 000	86 885,6	0,25
9.04.2009	7.05.2009	15 000	86 885,6	0,25
23.04.2009	16.07.2009	15 000	127 525,5	0,25
7.05.2009	4.06.2009	15 000	86 373,7	0,25

Źródło: <http://seekingalpha.com/article/239688-are-the-banks-insolvent-it-s-a-fair-question>; stan na dzień 25.05.2011.

W marcu 2008 r. FED podjął dodatkowe kroki w celu poprawy dostępności do pieniądza dla szerszego grona podmiotów sektora finansowego. 7 marca Rezerwa Federalna zainicjowała serię 28-dniowych aukcji repo (o łącznej przewidywanej wartości 100 mld USD), nazwanych Single-Tranche OMO Program, których zabezpieczeniem mogły być wszelkie rodzaje papierów wartościowych kwalifikowanych do zabezpieczenia w konwencjonalnych

OMOs (*Open Market Operations* – operacjach otwartego rynku). Zaledwie 4 dni później wprowadzono kolejny bardzo istotny program – Term Securities Lending Facility (TSLF) – umożliwiający 28-dniowe transakcje polegające na zamianie zakwalifikowanych do pełnienia roli zastawów papierów wartościowych na walory emitowane przez Skarb Państwa. Tym sposobem w znacznej mierze rozbudowano możliwości istniejącego wcześniej programu pożyczek papierów wartościowych (SOMA), w oparciu o który można było pożyczać papiery wartościowe wyłącznie w trybie *overnight* i tylko pod zastaw węższego katalogu walorów uprawnionych do regularnych operacji otwartego rynku. FED wyraźnie przy tym podkreślał, że operacje przeprowadzane w ramach TSLF nie wpłyną na poziom rezerw pieniądza w banku centralnym, gdyż opierać się będą *stricte* na zamianie jednych papierów wartościowych na inne. Łączną wartość transakcji planowano pierwotnie na 200 mld USD, przy czym FED kilkakrotnie wprowadzał zmiany warunków przystąpienia do programu, zwiększając każdorazowo liczbę uczestników kwalifikujących się do uczestnictwa w przedmiotowych transakcjach. Dużą zaletą programu TSLF było częściowe odciążenie rynku z nie płynnych ryzykownych papierów i zastąpienie ich płynnymi bezpiecznymi walorami Skarbu Państwa. Operacje te były doskonałą alternatywą dla aukcji TAF, jako że nie stanowiły formy bezpośredniego zastrzyku pieniądza, a tym samym ich zawieranie nie groziło deprecjacją dolara czy niepożądanymi wahaniami stopy procentowej. Wartość transakcji TSLF obrazuje wyk. 5, przy czym należy podkreślić, że Rezerwa Federalna podjęła decyzję o ich zaprzestaniu dopiero 1 lutego 2010 r.⁹

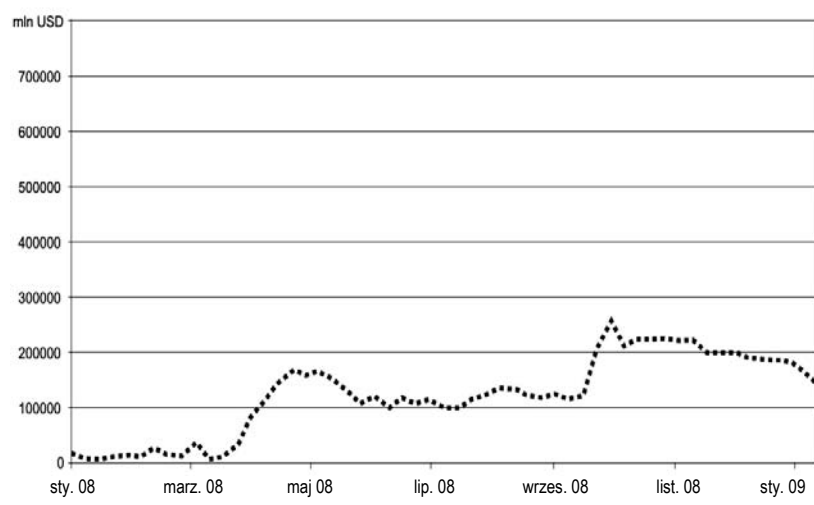
14 marca 2008 r. Zarząd Rezerwy Federalnej jednogłośnie zatwierdził porozumienie finansowe ogłoszone przez JPMorgan Chase oraz Bear Stearns, informując jednocześnie, że uważnie monitoruje sytuację na rynku i jest gotów w razie potrzeby zapewnić płynność niezbędną do prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego. Dwa dni później władze monetarne USA ogłosiły wprowadzenie kolejnego programu – Primary Dealer Credit Facility (PDCF), który zakładał otwarcie okien dyskontowych również dla instytucji brokerskich.

Decyzja o wsparciu przejęcia Bear Stearns przez JPMorgan Chase miała dodatkowy bardzo istotny aspekt. Patronując niejako ową transakcję, FED zdecydował się na pewne eksperymentalne rozwiązanie. Otóż utworzono przy tej okazji Maiden Lane – spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością, której zadaniem było skupienie toksycznych aktywów Bear Stearns za ok. 30 mld USD. Środki na zakup tych instrumentów pochodzić miały z 10-letniej po-

⁹ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100127a.htm>; stan na dzień 25.05.2011.

życzki udzielonej przez Rezerwę Federalną oraz JPMorgan Chase. Pożyczka od FED (28,82 mld USD) miała być przy tym oprocentowana zgodnie ze stopą podstawową, natomiast od funduszy pożyczonych od JPMorgan Chase (1,15 mld USD) naliczono odsetki jak wyżej plus 450 pkt baz. Z inicjatywy władz monetarnych powstały jeszcze dwa tego typu wehikuły, skupiające toksyczne aktywa grupy AIG, ale już 23 marca 2009 r. wydano oświadczenie, zgodnie z którym podjęto wysiłki mające na celu usunięcie rozliczeń z Maiden Lane z bilansu Rezerwy Federalnej lub całkowitą likwidację tych spółek¹⁰.

WYKRES 5: Wartość operacji TSLF (w mln USD) w 2008 r.



Źródło: <http://mises.org/daily/3281>; stan na dzień 25.05.2011.

14 września 2009 r. FED, po konsultacji z Sekretarzem Skarbu oraz amerykańskim regulatorem rynku kapitałowego Securities and Exchange Commission (SEC), ogłosił kilka kolejnych inicjatyw wsparcia. Oprócz wspomnianej już modyfikacji w programie TSLF, rozszerzył listę zabezpieczeń kwalifikujących się jako zabezpieczenia pod pożyczki *overnightowe* programu PDCF, a także wprowadził zasady pozwalające na tymczasowe (do 30 stycznia 2009 r.) odstępianie od ograniczeń zawartych w rozdziale 23A Federal Reserve Act, umożliwiając tym samym wszystkim instytucjom zrzeszonym

¹⁰ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090323b.htm>; stan na dzień 25.05.2011.

w Federal Deposit Insurance Corporation dostarczenie swoim filiom instrumentów używanych na rynku *tri-party repo market*¹¹ jako zabezpieczenie.

19 września 2009 r. uruchomiony został kolejny program – Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), który zwiększał instytucjom finansowym dostęp do pożyczek z przeznaczeniem na zakup wysokiej jakości walorów zabezpieczonych na aktywach (tzw. *asset-backed commercial papers* – ABCP) od funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego.

W październiku 2008 r. uchwalony został Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (EESA), nazywany planem ratunkowym systemu finansowego USA. Mimo iż plan uchwalony został przez Kongres, to upoważniał Sekretarza Skarbu Stanów Zjednoczonych do przeznaczania funduszy na podjęcie działań wspomagających system bankowy, tak więc miał również znaczące implikacje dla amerykańskiego rynku finansowego i przyznawał specjalne uprawnienia władzom monetarnym. Już 6 października Rezerwa Federalna, korzystając z uprawnień przyznanych jej właśnie przez EESA, wprowadziła oprocentowanie dla zdeponowanych w FED rezerw obowiązkowych instytucji finansowych oraz środków przekraczających poziom obowiązującej rezerwy. 16 października natomiast zezwoliła instytucjom finansowym, które otrzymały pierwszą transzę wsparcia przewidzianego w ramach EESA, do włączenia pozyskanych funduszy do wskaźnika kapitałowego Tier 1¹².

Także w październiku 2008 r. Rezerwa Federalna uruchomiła nowy program – Commercial Paper Funding Facility (CPFF), w ramach którego 3-miesięczne niezabezpieczone oraz zabezpieczone na aktywach papiery wartościowe z wysokim ratingiem miały być skupowane od emitentów przez utworzone przez FED podmioty – tzw. Special Purpose Vehicles (SPV), finansowane z funduszy federalnych (wykr. 6). SPV miały zatrzymywać owe papiery, aż do terminu ich zapadalności, a następnie wpływy z kredytów, na których były oparte, przeznaczyć na spłatę pożyczki od New York FED. Opłaty, jakie oferowały SPV za zakwalifikowane do programu walory, zostały ustalone na podstawie obowiązującej stawki 3-miesięcznego *overnight index swap* (OIS) powiększonej o stałe *spreads* (patrz: tab. 2).

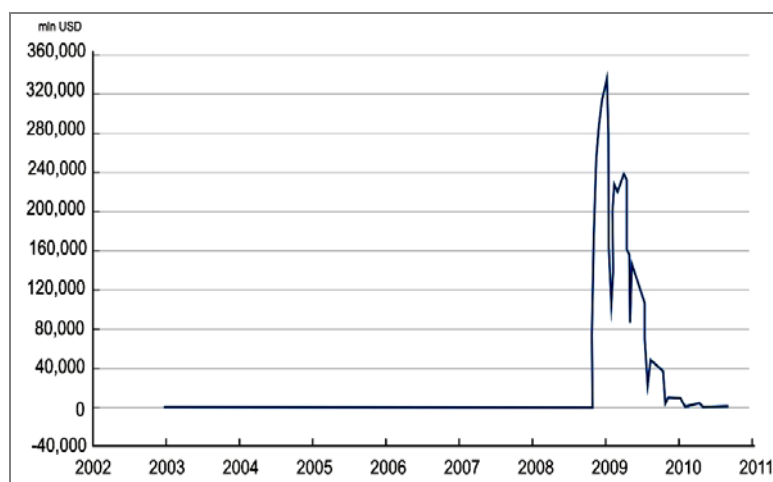
Również w październiku 2008 r. FED utworzył podobny program – Money Market Investor Funding Facility (MMIFF), którego zadaniem było wspieranie inicjatyw sektora prywatnego prowadzących do zwiększenia płynności na rynku pieniężnym. Program ten, realizowany za pośrednictwem pię-

¹¹ *Tri-party repo market* – rynek trójstronnych transakcji repo.

¹² Wskaźnik informujący o poziomie kapitału podstawowego, tj. kapitału akcyjnego i ujawnionych rezerw.

ciu podmiotów specjalnego przeznaczenia – Special Purpose Vehicle (SPV), pod kierownictwem JPMorgan Chase, obejmował zakup od funduszy inwestycyjnych papierów wartościowych, certyfikatów depozytowych oraz bonów bankowych. Program trwał tylko rok – został odwołany 30 października 2009 r. MMIFF umożliwił pięciu wspomnianym jednostkom zakup walorów wartości 600 mld USD, z czego 540 mld zapewniła Rezerwa Federalna¹³.

WYKRES 6: *Papiery wartościowe zakupione przez Commercial Paper Funding Facility LLC w ramach programu CPFF (2002–2010)*



Źródło: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/CPFAC1690>; stan na dzień 25.05.2011.

TABELA 2: *Oprocentowanie papierów wartościowych odkupywanych przez SPV w ramach programu CPFF*

Oprocentowanie i opłaty (rocznie)	Niezabezpieczone papiery wartościowe	Papiery zabezpieczone na aktywach
Oprocentowanie	3-miesięczny OIS + 100 pkt baz.	3-miesięczny OIS + 300 pkt baz.
Dopłata do kredytów niezabezpieczonych*	100 pkt baz.	brak

* Płacone z góry przy każdej sprzedaży papierów komercyjnych do SPV; emitent może uniknąć dopłaty do kredytów niezabezpieczonych przy spełnieniu określonych warunków.

Źródło: http://www.newyorkfed.org/markets/CPFF_Terms_Conditions.html; stan na dzień 25.05.2011.

¹³ <http://www.investopedia.com/terms/m/money-markey-investor-funding-facility-mmiff.asp>; stan na dzień 25.05.2011.

Miesiąc później, w listopadzie 2008 r., Rezerwa Federalna robi krok w kierunku ożywienia rynku instrumentów typu ABS opartych na kredytach konsumenckich. Ogłasza mianowicie wprowadzenie programu Term Asset-Backed Securities Lending Facility (TALF), na mocy którego planuje udzielić pożyczek o łącznej wartości 200 mld USD¹⁴ posiadaczom kwalifikujących się do programu zabezpieczeń. Program TALF skierowany był do szerokiego grona podmiotów: przedsiębiorstw, banków i funduszy inwestycyjnych. Transakcje w ramach tego programu zawierane były na okres maksymalnie 7 lat, z odsetkami płaconymi miesięcznie przy różnym oprocentowaniu uzależnionym od rodzaju zobowiązania, na którym bazowały przedmiotowe papiery wartościowe (ABS)¹⁵. Jak bardzo transakcje TALF ożywiły rynek papierów wartościowych opartych na kredytach konsumpcyjnych, obrazuje wyk. 7. Jeszcze w pierwszej połowie 2008 r. znaczna część kredytów konsumpcyjnych była finansowana za pośrednictwem rynku ABS, to znaczy, że banki emitowały papiery wartościowe zabezpieczone na zobowiązaniach z tytułu kart kredytowych, pożyczek konsumenckich czy kredytów samochodowych. We wrześniu 2008 r. rynek tego typu ABS zamarł i ożywił się znacznie dopiero po wprowadzeniu omawianego programu.

W dniu ogłoszenia zasad funkcjonowania programu TALF Rezerwa Federalna ogłosiła podjęcie jeszcze jednej bardzo istotnej decyzji – zainicjowano program mający na celu zakup obligacji przedsiębiorstw sponsorowanych przez rząd (GSEs), tj. Fannie Mae, Freddie Mac i Federal Home Loan Banks za łączną kwotę 100 mld USD oraz instrumentów pochodnych opartych na kredytach hipotecznych (MBS) wyemitowanych przez te instytucje za sumę 500 mld USD. *Businessweek* uzasadnił tę decyzję koniecznością stymulacji rynku mieszkaniowego i dążeniem do obniżenia oprocentowania kredytów hipotecznych¹⁶. Należy podkreślić, że pod koniec 2008 r. USA stanęły wobec prognozy ujemnego wzrostu PKB, a zdaniem niektórych ekonomistów, największym zagrożeniem dla dynamiki wzrostu gospodarczego może być zablokowanie kredytów mieszkaniowych. Przyrost kredytów hipotecznych nie przekłada się wprawdzie bezpośrednio na przyrost popytu krajowego, ale ten związek jest bardzo silny i jeśli nastąpi całkowite wstrzymanie nowych kredytów hipotecznych, to po pewnym czasie dynamika popytu krajowego również

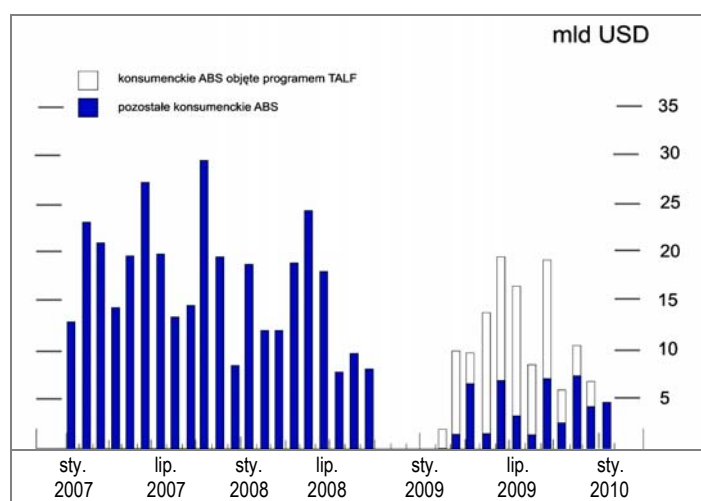
¹⁴ 10 lutego 2010 r. zdecydowano się zwiększyć wartość udzielanych pożyczek do łącznej kwoty 1 bln USD (na podstawie: <http://timeline.stlouisfed.org/pdf/CrisisTimeline.pdf>; stan na dzień 25.05.2011).

¹⁵ Tabela z oprocentowaniem poszczególnych transakcji TALF dostępna jest na stronie: http://www.newyorkfed.org/markets/talf_terms.html; stan na dzień 25.05.2011.

¹⁶ http://www.businessweek.com/investor/content/nov2008/pi20081125_381246.htm; stan na dzień 25.05.2011

znacznie spadnie¹⁷. Z punktu widzenia uspokajania nastrojów na rynku kredytów mieszkaniowych, istotne wydaje się również oświadczenie wydane przez Rezerwę Federalną 30 stycznia 2009 r. Ogłoszono wówczas podjęcie strategii mającej na celu unikanie eksmisji kredytobiorców i licytacji nieruchomości stanowiących zastawy hipoteczne, na których bazowały papiery wartościowe znajdujące się w portfelu Rezerwy Federalnej. Strategia ta została opracowana na podstawie sekcji 110 Emergency Economic Stabilization Act, konsekwentnie realizowanego przez władze polityczne Stanów Zjednoczonych.

WYKRES 7: Emisja brutto wybranych instrumentów ABS w latach 2007–2010

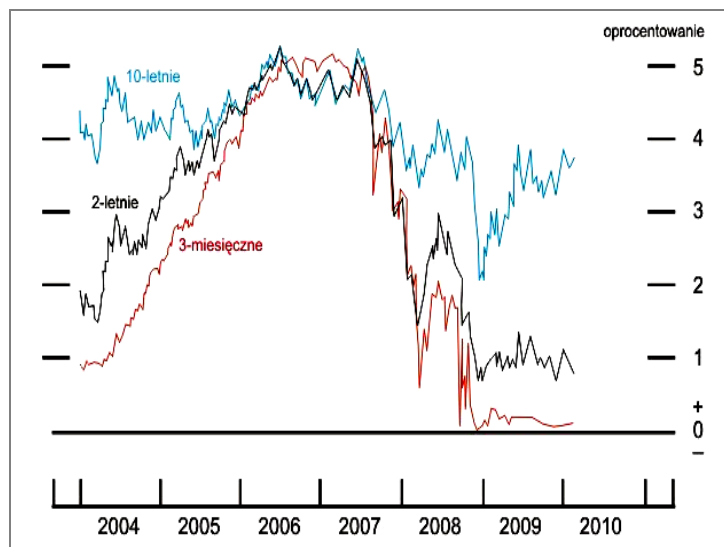


Źródło: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_20100224_part2.htm; stan na dzień 25.05.2011.

W roku 2009 bank centralny USA kontynuował programy zasilające w płynność amerykański rynek pieniężny. Dodatkowo ogłosił 18 marca 2009 r. program zakupu skarbowych papierów wartościowych, którego celem było zaopatrzenie rynku w kolejne 300 mld USD. Program zakładał zakup papierów o terminach zapadalności od 2 do 10 lat, przy czym – jak obrazuje wykres 8 – oprocentowanie papierów skarbowych znacznie w owym czasie spadło (w porównaniu do lat 2005–2007), co dla banków komercyjnych z pewnością stanowiło dodatkowy bodziec do ich sprzedaży.

¹⁷ B. Wyżnikiewicz (red.), *Odporność polskiej gospodarki na globalny kryzys finansowy*, Instytut Badań Nad Gospodarką Rynkową, z. 1, Warszawa 2008, s. 33.

WYKRES 8: Oprocentowanie wybranych skarbowych papierów wartościowych w USA w latach 2004–2010



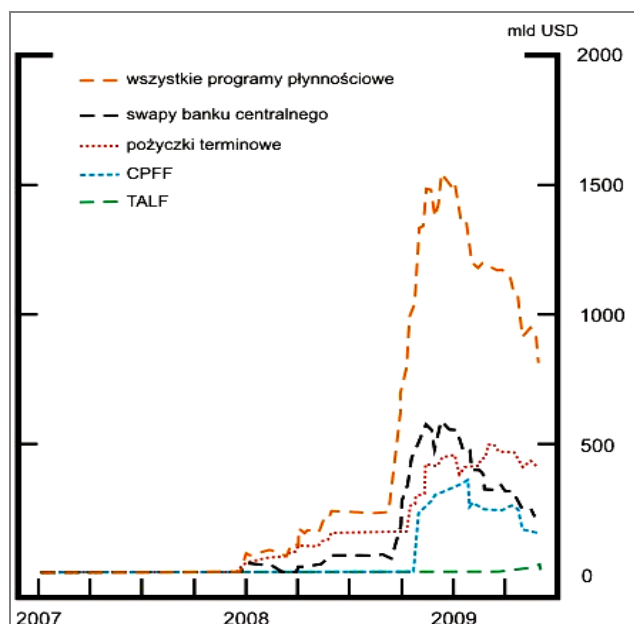
Źródło: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_20100224_part2.htm; wykres 44; stan na dzień 25.05.2011.

W czerwcu 2009 r. FED wydał pierwszy z cyklu comiesięcznych raportów traktujących o przeprowadzanych przez władze monetarne operacjach płynnościowych. Raporty Rezerwy Federalnej, z których pierwszy ukazał się właśnie 10 czerwca 2009 r., dostarczać miały informacji na temat zaciąganych w banku centralnym zobowiązań, w tym liczby kredytobiorców, wolumenów pożyczek, typów zabezpieczeń, *etc.* Według czerwcowego raportu, operacje płynnościowe Rezerwy Federalnej osiągały w 2009 r. wartość 1,5 bln USD tygodniowo (patrz: wyk. 9).

Szereg programów realizowanych przez władze monetarne USA przyniosło oczekiwany rezultat. Dnia 21 lipca 2009 r. Przewodniczący Rezerwy Federalnej Ben Bernanke przedstawił przed Kongresem półroczne Sprawozdanie z polityki pieniężnej, w którym podkreślono, że skrajna awersja do ryzyka została nieco złagodzona i obserwuje się powrót inwestorów na amerykańskie rynki kredytowe¹⁸. O uspokojeniu sytuacji świadczy również fakt, iż 1 lutego

¹⁸ http://www.federalreserve.gov/monetary-355-policy/mpr_20090721_part1.htm; stan na dzień 25.05.2011.

WYKRES 9: Wartość pożyczek udzielonych przez FED (2007–2009) w ramach operacji płynnościowych (tygodniowo)



Źródło: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/monthlyclbsreport200906>, s. 6; stan na dzień 25.05.2011.

2010 r. realizacja programów The Commercial Paper Funding Facility, Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, Primary Dealer Credit Facility i Term Securities Lending Facility została zakończona.

4. Pozostałe narzędzia interwencji antykryzysowej

Władze monetarne USA, poza wykorzystywaniem opisanych powyżej programów wspierających przede wszystkim płynność banków komercyjnych oraz ograniczających wzrost niepokoju na rynku, zastosowały dodatkowo szereg narzędzi interwencyjnych w zakresie niespotykanym od czasów Wielkiej Depresji z lat 30. ubiegłego wieku.

Wśród newralgicznych decyzji Rezerwy Federalnej wymienić należy inicjatywy mające na celu podtrzymanie płynności na rynku dolara amerykańskiego.

skiego w Europie i w Azji. Poważnie osłabione w obszarze płynności banki centralne krajów europejskich i azjatyckich zwracały się bowiem kolejno do FED o otwarcie linii swapowych. Rezerwa Federalna, nie chcąc dopuścić do załamania na zagranicznych dolarowych rynkach *overnightowych*, zwiększała istniejące lub zawierała kolejne wzajemne umowy walutowe (swapowe), których zestawienie ujęto w tab. 3.

TABELA 3: Umowy walutowe Rezerwy Federalnej z bankami centralnymi na świecie (stan na koniec grudnia 2008 r.)

Instytucja	Kraj	Limit linii swapowej (mld USD)
Bank of Canada*	Kanada	2
Banco de Mexico*	Meksyk	3
European Central Bank	UE	bez limitu
Swiss National Bank	Szwajcaria	bez limitu
Bank of Japan	Japonia	bez limitu
Bank of Canada	Kanada	30
Bank of England	Wielka Brytania	bez limitu
Danmarks Nationalbank	Dania	15
Reserve Bank of Australia	Australia	30
Sveriges Riksbank	Szwecja	30
Norges Bank	Norwegia	15
Reserve Bank of New Zealand	Nowa Zelandia	15
Bank of Korea	Korea Południowa	30
Banco Central do Brasil	Brazylia	30
Banco de Mexico	Meksyk	30
Monetary Authority of Singapore	Singapur	30
Razem		bez limitu

* Wszystkie umowy swapowe poza oznaczonymi gwiazdką są umowami tymczasowymi.

Źródło: P. Stella, *The Federal Reserve System Balance Sheet: What Happened and Why it Matters*, IMF Working Paper 2009/120, s. 24.

Innymi przykładami decyzji władz monetarnych były zmiany w zakresie regulacji, w oparciu o które Zarząd Rezerwy Federalnej realizuje cele i zadania polityki monetarnej. Pierwszą istotną zmianę wprowadził FED 20 października 2008 r., zaostrzając zasady do tzw. Regulacji C. Nałożył obowiązek przedkładania informacji dotyczących kredytów hipotecznych w celu bardziej skutecznego monitorowania tego segmentu rynku kredytowego (włącznie z rynkiem *subprime mortgages*)¹⁹. 23 lipca 2009 r. Zarząd zaproponował istotne zmiany w tzw. Regulacji Z, których celem było zwiększenie świadomości

¹⁹ W. Nawrot, *Globalny kryzys...*, s. 145.

mości kredytobiorców w zakresie faktycznego oprocentowania pożyczek mieszkaniowych, konsekwencji związanych z wyborem stałego lub zmiennego oprocentowania kredytów – tak, by mogli oni właściwie ocenić perspektywy spłaty zaciąganych zobowiązań. Przewodniczący Rezerwy Federalnej Ben S. Bernanke tak uzasadnił konieczność wprowadzenia zmian do Regulacji Z: „Konsumenci potrzebują odpowiednich narzędzi, aby ocenić, czy dany kredyt hipoteczny jest odpowiedni do ich sytuacji. Często mówi się, że dom to najważniejszy składnik rodzinnego majątku i obowiązkiem Rezerwy Federalnej jest spowodowanie, by kredytobiorcy otrzymywali informacje potrzebne do ochrony tego składnika”²⁰.

Ponad pięć miesięcy później FED zaproponował wprowadzenie zmian do kolejnego przepisu – tzw. Regulacji D, odnoszącej się do wymogów dotyczących rezerw instytucji depozytowych. Proponowane zmiany wprowadzały możliwość składania terminowych oprocentowanych depozytów w bankach Rezerwy Federalnej w oparciu o mechanizm aukcyjny, a więc umożliwiały zagospodarowanie nadwyżki płynnościowej poprzez ulokowanie jej w banku centralnym, przy oprocentowaniu wynikającym z przebiegu przeprowadzonej wcześniej aukcji²¹.

Zmiany w regulacjach prawnych, zwłaszcza w Regulacji C i Regulacji Z, stanowiły tylko część interwencji w aspekcie zaostrzenia nadzoru i zwiększenia dostępu do informacji o rynkach kredytowych. Zarząd Rezerwy Federalnej działał w tym względzie na wielu obszarach. 25 lutego 2009 r. ogłosił na przykład, że w przyszłości będzie prowadzić oceny ekonomiczne – tzw. *stress testy* amerykańskich banków z aktywami powyżej 100 mld USD. Celem tych ocen będzie oszacowanie zakresu możliwych przyszłych strat i zasobów do absorpcji tych strat w ciągu dwuletniego okresu. Proces oceny miał zostać zakończony do końca kwietnia 2009 r. Program ten nazwano Capital Assistance Program (CAP), a jego konsekwencją miało być doprowadzenie do sytuacji, w której władze monetarne będą miały pewność, iż główne amerykańskie organizacje bankowe dysponują kapitałem wystarczającym do wykonywania ich kluczowej roli w systemie finansowym i mogą wspierać ożywienie gospodarcze, nawet w bardziej agresywnych środowiskach gospodarczych²². 7 maja 2009 r. FED ogłosił pierwsze wyniki z przeprowadzonych *stress testów*, z których wynikało, że 19 firm może stracić

²⁰ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20090723a.htm>; stan na dzień 25.05.2011.

²¹ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20091228a.htm>; stan na dzień 25.05.2011.

²² <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20090225a.htm>; stan na dzień 25.05.2011.

600 mld USD w 2009 i 2010 r., jeśli założyć, że spełni się niekorzystny scenariusz gospodarczy uwzględniony w programie. W ocenie stwierdzono również, że 9 z 19 firm ma już odpowiedni kapitał do utrzymania wskaźnika Tier 1 na właściwym poziomie, 10 przedsiębiorstw natomiast będzie musiało dodać 185 mld USD w celu utrzymania odpowiedniego buforu kapitału na wypadek spełnienia się niekorzystnego scenariusza w gospodarce²³.

Ponad miesiąc później Rezerwa Federalna zapowiedziała, że na wniosek Rady Standardów Rachunkowości Finansowej przyjrzy się regulacyjnym wymogom kapitałowym instytucji bankowych, aby wyeliminować słabości w przepisach rachunkowych i ujawnić pozabilansowe pozycje w sprawozdaniach finansowych banków komercyjnych²⁴.

W 2011 r. przeprowadzono kolejne *stress testy*, których metodykę opisano pokrótce w opublikowanym 18 marca 2011 r. opracowaniu *Comprehensive Capital Analysis and Review* (CCAR). Zarząd Rezerwy Federalnej zmierzył adekwatność kapitałową planów 19 największych amerykańskich instytucji finansowych w ramach różnych scenariuszy gospodarczych. Przeanalizowano zwłaszcza pięć aspektów dotyczących planów inwestycyjnych poszczególnych podmiotów²⁵:

- procesy adekwatności kapitałowej (*Capital Adequacy Processes*) – ocena, czy dany bank ma efektywne procesy planowania, zarządzania i alokacji zasobów kapitałowych, czy kapitał jest wystarczający, by wytrzymać stresujące otoczenie gospodarcze, i czy procesy te są wspierane przez odpowiednie metody zarządzania ryzykiem;
- polityka w zakresie dystrybucji kapitału – ocena polityki dywidendy, wykupu oraz innych wypłat na rzecz akcjonariuszy;
- zwrot inwestycji rządowych – ocena wiarygodności planu, który doprowadzi do zwrotu wszelkich inwestycji rządowych przed rozpoczęciem lub zwiększeniem transferów kapitału do akcjonariuszy;
- analizy scenariusza napięć gospodarczych – ocena, czy bank posiada kapitał wystarczający na przeprowadzenie wszystkich planowanych działań, nawet w niesprzyjających warunkach gospodarczych;

²³ *The Supervisory Capital Assessment Program: Overview of Results*, 7.05.2009 (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20090507a1.pdf>; stan na dzień 25.05.2011).

²⁴ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20090612a.htm>; stan na dzień 25.05.2011.

²⁵ Na podstawie: *Comprehensive Capital Analysis and Review: Objectives and Overview*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 18.03.2011, s. 9 (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20110318a1.pdf>; stan na dzień 25.05.2011).

- spełnianie wymogów kapitałowych agendy Basel III i ustawy Dodd-Frank Wall Street Reform & Consumer Protection Act²⁶ – ocena, czy poszczególne banki mają wiarygodny plan dla spełnienia nowych wymogów kapitałowych i uregulowań prawnych wynikających z powyższych dokumentów.

W przeciwieństwie do *stress testów* z 2009 r. Rezerwa Federalna nie ujawniała wyników poszczególnych banków poddanych ocenie w ramach CCAR. Wynikało to z odmiennego charakteru i celu tych dwóch zadań. W CAP Rezerwa Federalna skupiła się na opracowywaniu spójnych, niezależnych od organów nadzorczych szacunków adekwatności kapitału banków w niekorzystnych warunkach gospodarczych. W 2011 r., kiedy system bankowy nie był już zagrożony, *stress testy* przeprowadzane były przez przedstawicieli poszczególnych banków i oceniane przez organy nadzoru. Wydaje się więc, że ich cele miały charakter bardziej informacyjno-ostrzegawczy niż kontrolny.

Wśród istotnych kroków, podjętych w Stanach Zjednoczonych w celu łagodzenia napięć na rynkach finansowych, należy wymienić Temporary Liquidity Guarantee Program (TLGP), który nie był wprowadzony bezpośrednio przez Rezerwę Federalną, ale – jak podają niektóre źródła²⁷ – wynikał z determinacji władz monetarnych i politycznych do wprowadzania bezprecedensowych działań w obliczu poważnego ryzyka systemowego, które pojawiło się w 2007 r. Wybuch globalnego kryzysu finansowego wywołał tak poważne obawy co do możliwości upadku banków komercyjnych, iż można było zaobserwować rozprzestrzeniającą się wśród klientów panikę i nienotowany od wielu lat szturm na placówki w celu wycofania wkładów. W tej sytuacji niezbędne stało się podwyższenie kwot depozytów objętych gwarancjami (ze 100 do 250 tys. USD) oraz wprowadzenie dodatkowych zabezpieczeń, których dotyczył właśnie Temporary Liquidity Guarantee Program. Program ten, którego wprowadzenie 14 października 2008 r. ogłosiła Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)²⁸, zapewniał objęcie gwarancjami wszelkich zobowiązań o pierwszej (w kolejności) wymagalności oraz wszystkich depozytów złożonych na nieoprocentowanych rachunkach bankowych²⁹. Podkreślić jednak należy, że powyższe gwarancje dotyczyły jedynie instytucji finansowych zrzeszonych w FDIC.

²⁶ Oba dokumenty odnoszą się m.in. do wymogów płynnościowych i kapitałowych, które powinny być spełnione przez instytucje finansowe.

²⁷ Patrz np.: <http://www.investopedia.com/terms/t/tglp.asp>; stan na dzień 25.05.2011.

²⁸ Amerykańska Federalna Korporacja Ubezpieczeń Depozytów.

²⁹ <http://www.fdic.gov/news/news/press/2008/pr08100.html>; stan na dzień 25.05.2011.

Przy założeniu, że zapaść na rynkach finansowych w USA wynikała głównie z kryzysu zaufania, wprowadzenie gwarancji wydaje się być jedną z istotniejszych decyzji, która w znaczny sposób przyczyniła się do uspokojenia nastrojów i wspomogła proces odbudowy zaufania do uczestników rynku finansowego.

TABELA 4: Nowy obraz rynku bankowego w USA w 2010 r.

Instytucja finansowa	Wartość aktywów (mln USD)	Pomoc finansowa / zmiana statusu
Bank of America Corporation	2 224 539	Dokapitalizowanie w kwocie 20 mld USD / status bez zmian
JPMorgan Chase & Co.	2 031 989	Dokapitalizowanie w kwocie 25 mld USD / status bez zmian
Citigroup Inc.	1 856 646	Dokapitalizowanie w kwocie 45mld USD / status bez zmian
Morgan Stanley	66 159	Dokapitalizowanie w kwocie 10 mld USD / nowy model biznesowy
Goldman Sachs	91 016	Dokapitalizowanie w kwocie 10 mld USD / nowy model biznesowy
Fannie Mae i Freddie Mac	3 221 972 +2 261 780	Dokapitalizowanie w kwocie 200 mld USD / instytucje przekazane pod administrację rządową
Wachovia	–	Dokapitalizowanie w kwocie 12 mld USD / następnie przejęta przez Wells Fargo
Merril Lynch	–	Dokapitalizowanie w kwocie 5 mld USD / następnie przejęta przez Bank of America
Bear Stearns	–	Przejęcie przez JPMorgan Chase
Lehman Brothers	–	Koniec działalności i częściowe przejęcie

Źródło: Oprac. własne na podstawie: *U.S. Banking Statistical Handbook*, May 2010, (<http://www.dbrs.com/research/232567>; stan na dzień 25.05.2011); http://www.fanniemae.com/ir/pdf/earnings/2010/10k_2010.pdf s. 122; http://www.freddie.com/investors/er/pdf/10k_022411.pdf, s. 175; stan na dzień 25.05.2011; **W. Nawrot**, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2010, s. 38–146.

Jako ostatnią istotną formę zaangażowania banku centralnego USA w łagodzenie turbulencji systemu finansowego warto wymienić aktywne włączenie się Rezerwy Federalnej w procesy fuzji i przejęć oraz częściowej nacjonalizacji lub dokapitalizowania niektórych banków komercyjnych w Stanach Zjednoczonych. Już 16 września 2008 r., dzień po upadku Lehman Brothers, FED zobowiązał się do pożyczania AIG funduszy do wartości 85 mld USD

w zamian za 79,9-proc. pakiet akcji³⁰. Takie posunięcie było możliwe na podstawie sekcji 13 (3) Federal Reserve Act, która zezwala na udzielenie pożyczek instytucjom niebankowym w wyjątkowych i nadzwyczajnych okolicznościach. Nowojorski oddział FED od lipca 2008 r. udzielał również pożyczek dla Fannie Mae and Freddie Mac na specjalnych warunkach. Także przejęcie Bear Stearns przez JPMorgan Chase odbyło się niejako pod patronatem Rezerwy Federalnej³¹. Należy w tym miejscu podkreślić, że niemal wszystkie największe amerykańskie instytucje bankowe zostały dokapitalizowane w ramach uchwalonego przez Kongres Emergency Economic Stabilization Act of 2008; nie były to jednak – tak jak w przypadku AIG – bezpośrednie pożyczki z banku centralnego. Na uwagę zasługuje to, iż o dostęp do funduszy publicznych w ramach amerykańskiego *bail-out* nie mogły ubiegać się banki inwestycyjne. Dlatego nawet Goldman Sachs i Morgan Stanley przyjęły status banków uniwersalnych, by móc uzyskać wsparcie w ramach rządowego programu pomocowego. Stąd często podkreśla się, że kryzys *subprime*, oprócz ogromnego „przetasowania” na amerykańskim rynku bankowym, zakończył erę bankowości inwestycyjnej. Zmiany w amerykańskim sektorze bankowym, które zaszły w dużej mierze w wyniku działań władz monetarnych, ukazuje tab. 4.

5. Analiza bilansu Rezerwy Federalnej

Opisane powyżej narzędzia użyte przez władze monetarne Stanów Zjednoczonych miały bezpośrednie odzwierciedlenie w bilansie FED. Tabela 5 przedstawia wybrane pozycje bilansowe Rezerwy Federalnej, których zmiany wynikały w głównej mierze z kolejnych kroków podejmowanych przez Zarząd w celu przywracania równowagi w systemie finansowym.

Przekrojowe zestawienie poszczególnych pozycji bilansu, będące swoistym odzwierciedleniem działań ratunkowych Rezerwy Federalnej, pozwala dodatkowo na sformułowanie kilku ciekawych spostrzeżeń. Otóż popularne stwierdzenie o „dodrukowywaniu” pieniędzy przez FED okazuje się być bardzo nieprecyzyjne. Wartość gotówki w obiegu posiada wprawdzie tendencję wzrostową, niemniej jednak nie są to spektakularne przyrosty, które odtwarzałyby bezpośrednio wartość zastrzyków płynnościowych dostarczanych

³⁰ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/other/20080916a.htm>; stan na dzień 25.05.2011.

³¹ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080314a.htm>; stan na dzień 25.05.2011.

TABELA 5: Wybrane pozycje bilansu Rezerwy Federalnej w okresie sierpień 2007 r. – wrzesień 2009 r. (w mln USD)

Wyszczególnienie	8.08.2007	3.09.2008	1.10.2008	3.09.2009
Papiery wartościowe	790 820	479 726	491 121	1 497 431
Repos	18 750	109 000	83 000	0
Pożyczki	255	198 376	587 969	346 830
Inne pożyczki	255	19 089	49 566	108 562
TAF		150 000	149 000	212 110
PDCF			146 565	0
AMLF			152 108	79
Pozostałe kredyty			61 283	0
Maiden Lane		29 287	29 447	26 079
Inne aktywa	41 957	100 524	320 499	79 935
Różne	51 210	51 681	50 539	200 220
Aktywa ogółem	902 993	939 307	1 533 128	2 124 416
Gotówka w obiegu	814 626	836 836	841 003	913 119
Reverse repos	30 132	41 756	93 063	68 703
Skarb Państwa, konto główne	4 670	5 606	5 278	58 716
Skarb Państwa, konto dodatkowe			344 473	199 932
Inne	46 770	51 278	77 816	65 747
Bilans rezerw	6 794	3 831	171 495	818 199
Pasywa	902 993	939 307	1 533 128	2 124 416

Źródło: Oprac. własne na podstawie: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/>; http://www.econbrowser.com/archives/2008/10/the_federal_res.html; stan na dzień 25.05.2011.

przez władze monetarne. Absorbowanie pieniądza przez czynniki inne niż gotówka wynika zapewne z obawy o ponadprzeciętny wzrost wskaźnika inflacji, nieunikniony w sytuacji, gdyby wszystkie programy wspierające płynność dostarczały gotówki, która trafiałaby bezpośrednio na rynek. Zarząd Rezerwy Federalnej posłużył się zatem innymi narzędziami. Zwraca na przykład uwagę znaczący spadek wartości portfela rządowych papierów wartościowych w bilansie FED, który wyjaśnić można analizując mechanizm niektórych opisanych powyżej programów antykryzysowych (np. TSLF). Programy te umożliwiały zamianę tzw. „toksycznych aktywów” na bezpieczne i znacznie bardziej płynne papiery wartościowe Skarbu Państwa. Zresztą, biorąc pod uwagę dynamikę zmian oprocentowania tych papierów (patrz: wyk. 7), można przypuszczać, że ich dochodowość dostosowana była do planowanych działań banku centralnego. W sytuacji dużej wolatylności rynku finansowego oprocentowanie wszystkich, nawet krótkoterminowych walorów sięgało 5%,

co z pewnością stanowiło dużą zachętę dla banków komercyjnych do uczestnictwa w programach oferujących wymianę ryzykownych aktywów na bezpieczne obligacje.

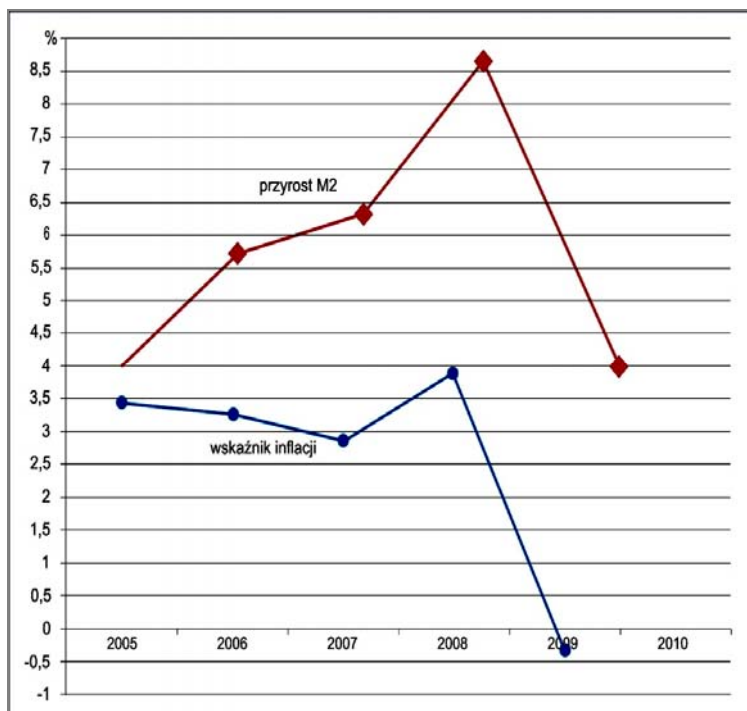
Tak więc pozbycie się posiadanych przez FED papierów wartościowych nie miało następstw inflacyjogennych, zwłaszcza jeśli podda się analizie pozycję „bilans rezerw”, której wartość odzwierciedla niejako skłonność uczestników rynku finansowego do zawierania transakcji na rynku międzybankowym. Jak można wywnioskować z tab. 5, upadek Lehman Brothers 15 września 2008 r. spowodował, że rynek transakcji międzybankowych całkowicie zamarł – większość rezerw banków komercyjnych deponowana była na rachunku w banku centralnym, stąd taki skokowy przyrost wartości rezerw obserwowany we wrześniu 2008 r. Bilans na dzień 3 września 2009 r. wskazuje na to, iż kryzys zaufania nie został wówczas jeszcze zażegnany, nadwyżka kapitału wciąż była gromadzona na kontach FED, co z pewnością wiązało się również z wprowadzonym już w październiku 2008 r. oprocentowaniem rezerw zdeponowanych na kontach banków Rezerwy Federalnej.

Po upadku Lehman Brothers pojawiło się również w bilansie nowe, dodatkowe konto Skarbu Państwa. Autorzy niektórych publikacji sugerują, że ma ono związek z próbami uniknięcia wzrostu inflacji i deficytu budżetowego oraz zapotrzebowania na dodatkowe obligacje, które FED mógłby dalej wymieniać na „toksyczne aktywa” banków komercyjnych³². Ponieważ wraz z pojawieniem się dodatkowego konta Skarbu Państwa wzrosły jednocześnie wartości „innych pożyczek” oraz „innych aktywów” po stronie aktywów bilansu, przypuszcza się, że Sekretarz Skarbu USA stworzył obligacje skarbowe na potrzeby programów płynnościowych, jednak Rezerwa Federalna nie zaksięgowała wydanych na nie pieniędzy na regularnym koncie rządu amerykańskiego, tak, by oficjalnie nie zwiększać deficytu. Ponadto, celem rządu amerykańskiego nie było wydrukowanie obligacji, by pozyskać pieniądze na wydatki budżetowe, a jedynie stworzenie walorów mogących być instrumentami w przeprowadzanych przez FED transakcjach wymiany. W ten sposób zasilanie rynku finansowego w płynność odbywać się mogło bez działań inflacyjogennych.

Wykres 10 zestawia wartość wskaźnika inflacji z dynamiką przyrostu agregatu pieniężnego M2 w USA w latach 2005–2009, obrazując (począwszy od 2007 r.) dodatnią zależność obu wielkości i jednocześnie wskazując, iż, dla przykładu, ponad 8-proc. przyrost agregatu M2 w 2008 r. skutkował 3,8-proc. wzrostem cen w gospodarce.

³² <http://instytutmisesa.salon24.pl/100244,kreatywna-ksiegowosc-w-fed>; stan na dzień 25.05.2011.

WYKRES 10: Wskaźnik inflacji i zmiany agregatu M2 w USA w latach 2005–2009

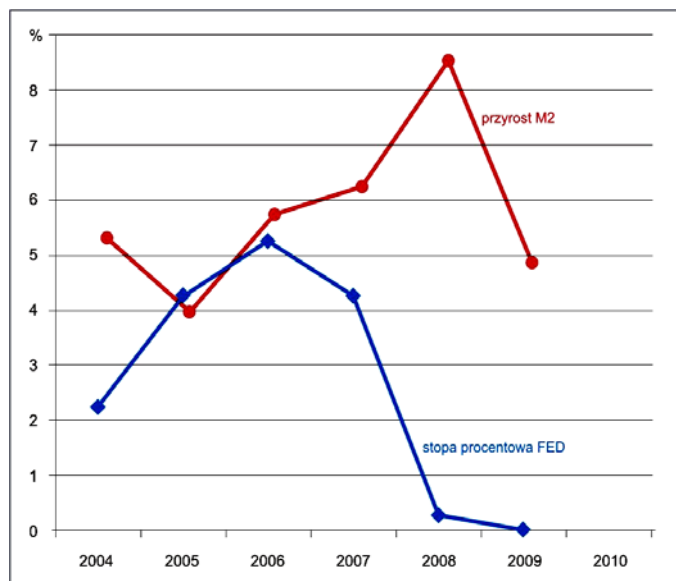


Źródło: Oprac. własne na podstawie: <http://www.rateinflation.com/inflation-rate/usa-historical-inflation-rate.php?form=usair>, http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_20100224_part2.htm; stan na dzień 25.05.2011.

Zmiany w dynamice przyrostu agregatów pieniężnych, a więc zmiany podaży pieniądza w systemie finansowym, wiążą się bezpośrednio ze zmianami ceny pieniądza w gospodarce. Na rynku pieniężnym Stanów Zjednoczonych najczęściej obserwowany jest klasyczny mechanizm podaży-popytowy, w ramach którego przyrost podaży pieniądza związany jest z obniżeniem jego ceny (stopy procentowej), co obrazuje wykr. 11.

Należy oczywiście nadmienić, iż wysokość stóp procentowych, choć odzwierciedla grę podaży i popytu na rynku pieniężnym, wynika bezpośrednio z decyzji władz monetarnych. Powaga sytuacji, w jakiej znalazł się system finansowy w dobie kryzysu, zmusiła Zarząd Rezerwy Federalnej do daleko idących cięć stóp procentowych, mających na celu ułatwienie dostępu do kapitału i ożywienie akcji kredytowej.

WYKRES 11: Stopa Funduszy Federalnych i zmiany agregatu M2 w USA w latach 2004–2009



Źródło: Oprac. własne na podstawie: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>; http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_20100224_part2.htm; stan na dzień 25.05.2011.

Niektóre opracowania podkreślają, iż banki centralne, w tym przede wszystkim Rezerwa Federalna, zaczęły odchodzić od roli klasycznych „pożyczkodawców ostatniej instancji”, stając się *de facto* właścicielem podmiotów prywatnych, które miały pierwotnie wspierać³³. Analiza bilansu księgowego FED wydaje się potwierdzać tę tezę. Aktywa Rezerwy Federalnej wzrosły na przestrzeni dwóch lat ponad dwukrotnie do kwoty przekraczającej 2 bln USD, co znacznie przerasta plan pomocy obliczony na 700 mld USD. Jak zauważa M. Machaj³⁴, „FED przestaje wobec tego pełnić rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji – staje się tak naprawdę kreatorem rynku ostatniej instancji, podbijając ceny aktywów, które zgodnie z recesyjną wyceną powinny stracić na wartości. Bank centralny zarządza zatem ryzykiem sektora prywatnego i polityki fiskalnej. Ta socjalizacja rynku finansowo-kapitałowego daleko odbiega od tradycyjnej roli, którą teoria makroekonomii przypisuje bankom

³³ M. Machaj, *Kilka Wyzwań dla teorii ekonomii po kryzysie*, SE 2009/3–4, s. 289.

³⁴ *Loc. cit.*

centralnym. Stąd czas obecnego kryzysu i następujących w nim interwencji jest dobrym momentem na rewizję teoretycznej analizy ich funkcjonowania”.

6. Zakończenie

Globalny kryzys finansowy z 2007 r. nie był klasycznym kryzysem płynności, z jakim systemy finansowe miały już wcześniej do czynienia. Kryzys *subprime* określany jest często mianem „kryzysu zaufania”, którego łagodzenie wymagało zastosowania szczególnych instrumentów, w tym przede wszystkim narzędzi będących w posiadaniu władz monetarnych. Studium działań Rezerwy Federalnej może być dowodem na to, jak głębokiej recesji doświadczył rynek amerykański. Jeśli bowiem operacje płynnościowe realizowane przez FED osiągały wartość 1,5 bln USD tygodniowo, to można przyjąć, że w ciągu niespełna 2,5 miesiąca przez amerykański system finansowy „przepompowywano” wartość rocznego PKB Stanów Zjednoczonych. Daje to pewien obraz powagi sytuacji i wielkości problemów, z jakimi borykała się wówczas gospodarka USA.

Należy również pamiętać, że banki centralne, realizując cel stabilizowania systemu finansowego, nie mogą zapominać o celu inflacyjnym, a więc utrzymywaniu wskaźnika inflacji na względnie stałym poziomie. Stanowiło to duże wyzwanie dla władz monetarnych, które, by ożywić rynek transakcji międzybankowych, a także stymulować popyt na pieniądz kredytowy, musiały drastycznie zwiększyć podaż pieniądza. W warunkach klasycznego przebiegu koniunktury ekspansywna polityka pieniężna realizowana przez obniżanie stóp procentowych obniża koszt kapitału pożyczkowego, prowadząc do ekspansji gospodarczej. Jednak podczas kryzysu *subprime* ów mechanizm prawie nie zadziałał. Sukcesywne obniżanie stóp procentowych nie wystarczyło, by zlikwidować ogólną nieufność na rynku międzybankowym. Stąd konieczność użycia wyrafinowanych narzędzi, które miały w głównej mierze, choć częściowo odciążyć rynek z ryzykownych aktywów – tak, by poszczególne instytucje znów zaczęły ze sobą współpracować.

Działania Rezerwy Federalnej ukazują bogate instrumentarium, jakim dysponuje dziś bank centralny. Wskazują również na coraz większą jego rolę w rozwiniętych gospodarkach. Stając się „kreatorem rynku ostatniej instancji” i skupując ryzykowne aktywa banków komercyjnych czy też akcje instytucji zagrożonych upadkiem, bank centralny z jednej strony łagodzi przebieg kryzysu, z drugiej jednak generować może zachowania, które zwykło się określać mianem „*management moral hazard*”. Wobec powyższego, niezbędne wydaje

się zrewidowanie zasad współczesnej polityki monetarnej w taki sposób, by dawała ona skuteczne narzędzia do łagodzenia wahań koniunkturalnych, umożliwiając jednocześnie nadużycia ze strony poszczególnych uczestników rynków finansowych.

Bibliografia

Opracowania

Comprehensive Capital Analysis and Review: Objectives and Overview, Board of Governors of the Federal Reserve System, 18.03.2011.

Machaj M., *Kilka Wyzwań dla teorii ekonomii po kryzysie*, SE 2009/3–4.

Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2010.

Papadia F., *Central bank operations In response to the financial turmoil*, Committee on the Global Financial System, CGFS Papers 2008/31.

Soros G., *Nowy paradygmat rynków finansowych*, MT Biznes, Warszawa 2008.

Stella P., *The Federal Reserve System Balance Sheet: What Happened and Why it Matters*, IMF Working Paper, 2009/120.

Taylor J.B., *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2010.

The Supervisory Capital Assessment Program: Overview of Results, 7.05.2009.

U.S. Banking Statistical Handbook, May 2010.

Wyżnikiewicz B. (red.), *Odporność polskiej gospodarki na globalny kryzys finansowy*, Inst. Badań nad Gospodarką Rynkową, z. 1, Warszawa 2008.

Strony internetowe

<http://instytutmisesa.salon24.pl/100244,kreatywna-ksiegowosc-w-fed>.

<http://mises.org/daily/3281>.

<http://research.stlouisfed.org/fred2/series/CPFAC1690>.

<http://seekingalpha.com/article/239688-are-the-banks-insolvent-it-s-a-fair-question>.

<http://timeline.stlouisfed.org/pdf/CrisisTimeline.pdf>.

<http://timeline.stlouisfed.org/pdf/CrisisTimeline.pdf>.

http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0803e.pdf.

http://www.businessweek.com/investor/content/nov2008/pi20081125_381246.htm.

<http://www.dbrs.com/research/232567>.

http://www.econbrowser.com/archives/2008/10/the_federal_res.html.

http://www.fanniema.com/ir/pdf/earnings/2010/10k_2010.pdf.

<http://www.fdic.gov/news/news/press/2008/pr08100.html>.

<http://www.federalreserve.gov>.

http://www.freddiemac.com/investors/er/pdf/10k_022411.pdf.

<http://www.global-rates.com/interest-rates/libor/american-dollar/2007.aspx>.

<http://www.investopedia.com/terms/m/money-markey-investor-funding-facility-mmiff.asp>.

<http://www.investopedia.com/terms/t/tglp.asp#axzz1dP9t3Jy9>.

<http://www.newyorkfed.org>.

<http://www.rateinflation.com/inflation-rate/usa-historical-inflation-rate.php?form=usair>.

Emilia KLEPCZAREK

**THE MONETARY POLICY OF THE FEDERAL RESERVE IN CONDITIONS
OF THE FINANCIAL CRISIS**

(Summary)

The paper conducts an analysis of the Federal Reserve actions in response to the financial crisis in the years 2007–2010. The article presents the instruments of monetary policy that were used by the central bank of the United States to activate the transactions on the interbank market. Mitigating the effects of the subprime crisis required from the monetary authorities pursuing the policy that has not only provided a liquidity to financial markets but also helped to restore confidence in the financial sector institutions. Presented actions demonstrate the important role of a modern central bank in maintaining the stability of economy.