
Amerykańska policy mix w przeciwdziałaniu następstwom załamania rynków finansowych

Bazyli Samojlik

STRESZCZENIE

Po raz pierwszy w historii bankowości centralnej amerykański bank centralny FED przejął na siebie główny ciężar przywracania normalnego działania rynków finansowych. Rynek finansowy to zintegrowane części globalnego rynku finansowego, ale współzależności między segmentami globalnego rynku finansowego nie mają charakteru sprzężenia zwrotnego. Efektywne działanie jednego segmentu rynku finansowego nie oznacza, że w innym segmencie rynku finansowego pojawia się efektywność.

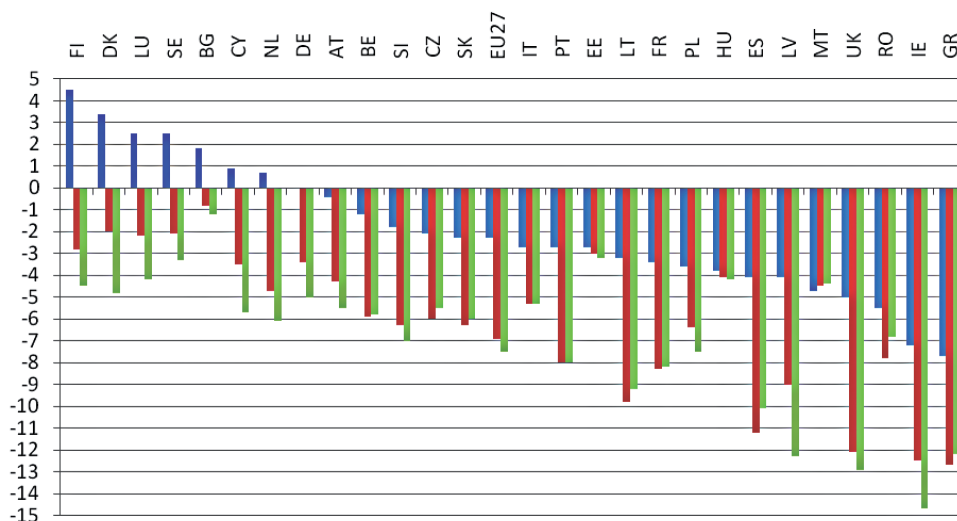
Od połowy 2008 roku amerykański rząd wyczerpał możliwości fiskalnego pobudzania gospodarki ograniczaniem podatków i wzrostem wydatków. Ciężar antyrecesyjnej polityki wziął na siebie amerykański bank centralny FED. FED nie ma budżetowych ograniczeń długu czy deficytu, ma nieograniczoną swobodę kreowania pieniądza z jedynym zastrzeżeniem, że nie prowadzi to do inflacji. Od połowy 2008 roku FED wykorzystał swoje uprawnienia, zwłaszcza sekcję 13(3) ustawy o banku centralnym, do tworzenia warunków dla przywracania działania rynków finansowych. Obecnie międzybankowy rynek transgraniczny funduszy dolarowych w UE i na świecie powrócił dzięki swapom walutowym FED do normalności i swapy walutowe FED z bankami centralnymi na świecie zmniejszyły się do zera. Przez ekstensywne wykorzystanie okna dyskontowego, głównie w ramach programu TAF, nastąpiła również w zasadzie normalizacja rynku międzybankowego. Problemem nadal pozostaje rynek wtórny sekurytyzowanych kredytów hipotecznych, mieszkaniowych i komercyjnych, kredytów samochodowych, konsumpcyjnych i innych przyszłych dochodów możliwych do sekurytyzacji. W istocie, problemem jest zaangażowanie FED, emisja pieniądza, w kredyty hipoteczne nabyte przez sponsorowane przez rząd amerykański firmy Fannie, Freddie, Ginnie, wtórnego rynku kredytów hipotecznych. Jest to najważniejsze obecnie zaangażowanie amerykańskiego banku centralnego. Jak z tego wyjść, pozostaje kwestią otwartą, tzw. strategia wyjścia pozostaje nieokreślona. Najważniejszy wniosek dla bankowości centralnej UE, wynikający z praktyki FED, to elastyczność we wszechstronnym wykorzystaniu instrumentów polityki monetarnej wobec instytucji depozytowych i niedepozytowych w warunkach braku przestrzeni fiskalnej rządu i długotrwałości procedur budżetowych, uniemożliwiającej szybką reakcję na zjawiska recesyjne, a zwłaszcza na błyskawiczne, liczone w godzinach, negatywne skutki utraty płynności i katastrofalne skutki efektu domina, jeśli utrata ta dotyczy jednostek, które są „za duże, żeby można było pozwolić sobie na ich upadłość”. Jak do tej pory FED sprostał tym wyzwaniom.

Kryzys płynności na amerykańskich rynkach finansowych, również międzybankowych, rozpoczął się w połowie 2007 roku, pogłębiał się w 2008 roku, zwłaszcza w drugiej połowie i utrzymuje się w roku 2010. Brak dostępu do dolarowych funduszy rezerwowych z amerykańskiego rynku finansowego niebankowego i bankowego stworzył również niedobory płynności funduszy dolarowych na rynkach zagranicznych, a zwłaszcza na najsilniej powiązanych z finansowym rynkiem amerykańskim rynkach finansowych Eurosystemu i londyńskim rynku finansowym. Rynki finansowe i międzybankowe zarówno wewnętrzne, jak i transgraniczne przestały pełnić swoją podstawową funkcję: zapewnianie transferu wolnych środków pieniężnych od miejsc ich występowania do miejsc, gdzie mogą być efektywnie wykorzystane, tj. z najwyższą efektywnością ważoną ryzykiem. Tysiące prywatnych finansowych instytucji w USA i w dwóch głównych centrach finansowych świata, przez

który fundusze dolarowe trafiają do inwestorów na świecie i ze świata do inwestorów amerykańskich, tj. na Cayman Islands i w Wielkiej Brytanii, z dnia na dzień utraciło zdolność do rolowania swoich długów (tj. refinansowania zobowiązań) i sekurytyzacji praw do przyszłych dochodów¹. Nie było chętnych inwestorów w USA i na świecie do obejmowania nowych emisji papierów dłużnych sektora prywatnego. Rozpoczęła się globalna ucieczka od instrumentów dłużnych sektora prywatnego do bezpiecznych instrumentów finansowych, papierów skarbowych federalnego rządu USA i jego agencji federalnych: *flight to safety*.

Tylko kwestią czasu było przeniesienie się kryzysu na rynkach finansowych na sferę realną na świecie: spowolnienie wzrostu PKB lub nawet jego ujemna dynamika, wzrost bezrobocia, często do poziomów dwucyfrowych. W wielu krajach działanie automatycznych stabilizatorów, wyrażające się spadkiem dochodów i wzrostem wydatków sektorów publicznych, spotęgowane aktywnym wykorzystaniem przez wiele rządów środków polityki fiskalnej; zmniejszenie efektywnego opodatkowania grup nisko i średnio dochodowych, rozszerzenie zakresu ulg podatkowych i zwiększania wydatków publicznych w celu zmniejszenia luk, jakie powstały po skurczeniu się aktywności sektora prywatnego, przełożyło się na bezprecedensowy wzrost deficytów sektorów publicznych i długu publicznego. *Rycina 1* przedstawia zmiany salda sektorów publicznych krajów UE27 w trzyleciu 2008-2010.

Ryc. 1. Saldo nominalne sektora publicznego jako % PKB w UE27 w latach 2008, 2009, 2010 (lata 2009 i 2010 – prognozy)



¹ Na koniec września 2009 roku zobowiązania amerykańskie wobec zagranicy wynosiły 4,6 bln USD, z tego 33% wobec jednostek umiejscowionych na Cayman Islands i 15% wobec jednostek umiejscowionych w Wielkiej Brytanii, a należności amerykańskie od zagranicy wynosiły na ten sam moment 3,7 bln USD, z czego 27% wobec jednostek umiejscowionych na Cayman Islands i 27% wobec jednostek umiejscowionych w Wielkiej Brytanii [zob. *Treasury Bulletin* 2009, 66-68].

Kolorem niebieskim oznaczono saldo nominalne jako % PKB w 2008 roku. W roku 2008 średnie ważone saldo sektorów publicznych w UE27 było niższe niż 3% PKB, czyli zgodne z obowiązującą kraje Unii zasadą unikania nadmiernego deficytu. Sześć krajów – FI, DK, LU, SE, BG, CY i NL wykazywało saldo dodatnie, nadwyżkę dochodów nad wydatkami. Saldo dodatnie było najwyższe w Finlandii, około 4,5% PKB i Danii – około 3,2% PKB. Niemcy w 2008 roku osiągnęły równowagę budżetową. Dziewięć krajów (AT, BE, SI, CZ, SK, IT, PT, ET i LT) wykazywało saldo ujemne, ale w granicach dopuszczalnych regułą nadmiernego deficytu, czyli do 3% PKB. Tylko 10 krajów, w tym Polska, wykazały deficyt w sektorze publicznym, naruszając 3-procentowy próg, od którego, co do zasady, następuje naruszenie zasady nadmiernego deficytu i kraj podlega procedurze EDP.

Rok 2009 to w większości krajów UE mniej lub bardziej głęboka recesja bądź – tak jak w Polsce – silne spowolnienie dynamiki wzrostu PKB. Uruchomiły się automatyczne stabilizatory². Dodatkowo większość rozwiniętych krajów UE wprowadziła na znaczącą skalę ekonomiczne programy antyrecesyjne: zmniejszenie podatków PIT dla niskich i średnich grup dochodowych, zmniejszenie stawek VAT w celu pobudzenia konsumpcji i zwiększenie wydatków inwestycyjnych sektora publicznego dla zneutralizowania spadku inwestycji sektora prywatnego. Programy antyrecesyjne najłatwiejsze były do wprowadzenia w krajach, które miały tzw. *fiscal space*, tj. nadwyżkę w sektorze publicznym lub umiarkowany poziom deficytu i umiarkowany poziom długu publicznego. W rezultacie połączenia automatycznej stabilizacji i programów antyrecesyjnych zmniejszenia podatków i wzrostu wydatków publicznych, średnie saldo nominalne w UE27 pogorszyło się w 2009 roku do 7% PKB. Obecnie żaden kraj UE nie wykazuje nadwyżki, tylko 5 krajów wykazuje deficyt w granicach 3% PKB. W czterech krajach deficyt sektora publicznego jest wyższy niż 10% (Grecji, UK, Irlandii, Hiszpanii). Na Litwie i Łotwie deficyt jest bliski 10% PKB. W Polsce prognozuje się deficyt na poziomie 6,4%, ponad 2 razy wyższy niż 3-procentowa granica EDP.

Prognozuje się, że w 2010 roku sytuacja w zakresie deficytu sektora publicznego ulegnie dalszemu pogorszeniu. Średni deficyt w UE27 przekroczy 7% PKB. Tylko jeden kraj, Bułgaria, jeśli wierzyć bułgarskim danym, będzie wykazywał deficyt niższy niż 3% PKB. Pozostałe 26 krajów UE wykażą deficyt przekraczający granicę EDP. W Polsce prognozuje się również dalsze pogorszenie równowagi sektora publicznego i deficyt na poziomie 7,5% PKB. Największe dalsze pogorszenie równowagi sektora publicznego prognozuje się w Irlandii (deficyt około 15% PKB), UK (deficyt 13% PKB) i na Litwie – deficyt ponad 12% PKB. W niektórych krajach wysoki deficyt występuje przy bardzo wysokim, w relacji do PKB, długu publicznym. Jest to w szczególności przypadek Grecji, gdzie dług jest wyż-

² Siła działania automatycznej stabilizacji tempa wzrostu zależy, po stronie dochodowej, od struktury systemu podatkowego. Najsilniej automatyczna stabilizacja działa w zakresie dochodów z PIT w krajach o wysokim udziale tych dochodów w dochodach podatkowych i silnej progresywności opodatkowania. W dochodach z podatków pośrednich, a zwłaszcza VAT, automatyczna stabilizacja działa w wyniku zmian w strukturze konsumpcji, w wydatkach gospodarstw domowych zmniejsza się w okresach recesji udział artykułów opodatkowanych wysokimi stawkami standardowymi. W zakresie dochodów ze składek na świadczenia społeczne wzrost bezrobocia i skracanie czasu pracy prowadzi do zmniejszenia składek w stosunku do ich wartości przypisanych.

Ryc. 2. Deficyt sektora publicznego (% PKB) w krajach płatnikach netto do budżetu UE w latach 2009-2010

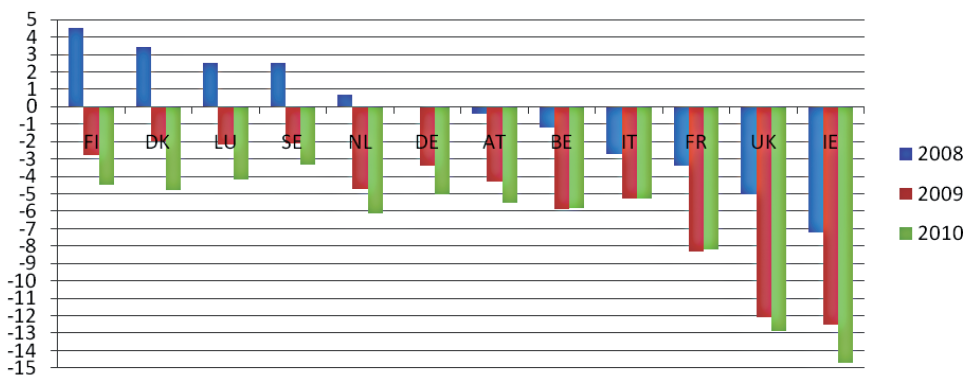


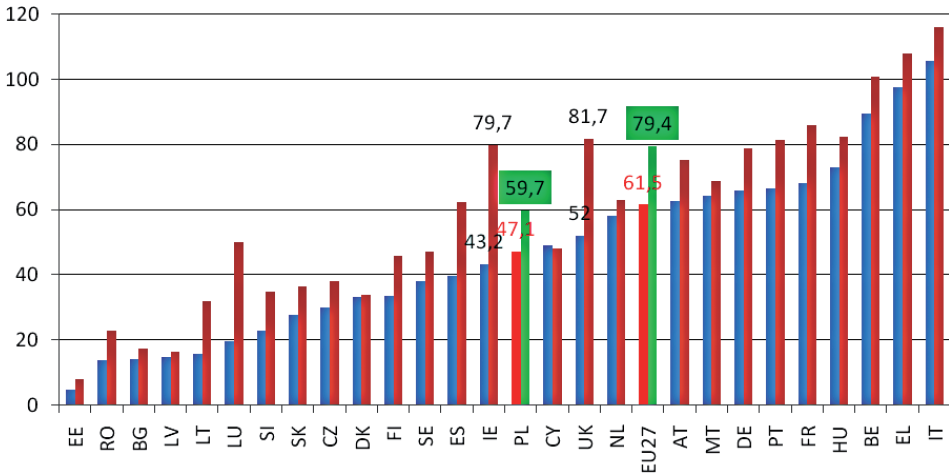
Tabela 1. Deficyt krajów płatników netto do budżetu UE w latach 2008-2010

kraj	2008	2009	2010
FI	4,5	-2,8	-4,5
DK	3,4	-2	-4,8
LU	2,5	-2,2	-4,2
SE	2,5	-2,1	-3,3
NL	0,7	-4,7	-6,1
DE	0	-3,4	-5
AT	-0,4	-4,3	-5,5
BE	-1,2	-5,9	-5,8
IT	-2,7	-5,3	-5,3
FR	-3,4	-8,3	-8,2
UK	-5	-12,1	-12,9
IE	-7,2	-12,5	-14,7

szy niż 100% PKB, a deficyt ponad 12% PKB. Jest dość prawdopodobne, że kraj ten może mieć znaczne trudności sfinansowania takiego poziomu deficytu ze źródeł wewnętrznych, jak i zewnętrznych, i może być niezdolny do refinansowania zapadających zobowiązań dłużnych.

Rycina 2 i Tabela 1 (kolorem żółtym zaznaczono kraje podlegające procedurze EDP w kolejnych latach) pokazują sytuację budżetową, w jakiej są i w najbliższym okresie pozostaną kraje płatnicy netto do budżetu UE. Wszyscy płatnicy netto od 2010 roku podle-

Ryc. 3. Dług publiczny jako % PKB w UE27 w roku 2008 i 2010



gają procedurze nadmiernego deficytu, gdyż u wszystkich deficyt przekracza poziom 3% PKB. U wielu **płatników netto** deficyt przekracza kilkakrotnie graniczną wartość 3%. Można w związku z tym oczekiwać zaostrzenia polityki budżetowej UE w zakresie możliwości sfinansowania wydatków.

Rycina 3 przedstawia sytuację krajów UE w zakresie długu publicznego, porównując jego poziom w 2008 roku z prognozą na 2010 rok.

Zmiany poziomu deficytu od czasu globalnego kryzysu finansowego i załamania procesów wzrostu większości gospodarek na świecie spowodowały istotny wzrost zadłużenia krajów UE. Średni poziom zadłużenia w UE27 zwiększył się z 61,5% PKB na koniec 2008 roku do prognozowanej na koniec 2010 roku wielkości 79,4% PKB, czyli blisko o 1/3. Wzrost zadłużenia prognozuje się we wszystkich krajach UE poza CY. Trzy kraje EU przekroczą zdecydowanie poziom długu stanowiący 100% PKB: Grecja – 108% PKB, Włochy – ponad 116% PKB i Belgia – około 101% PKB. Największa skala przyrostu długu wystąpi, na podstawie dotychczasowych prognoz zmian deficytu, w Irlandii, z 43,2% do 79,7% PKB, czyli dług niemal podwoi się. Podobna skala wzrostu zadłużenia wystąpi w UK, z 52% do 81,7% PKB, czyli około 30 pkt. proc. i Hiszpanii, z 39,5% do 62,3% PKB. Dość istotnie wzrośnie zadłużenie również w Polsce, z 47,1% do prognozowanego przez Komisję UE poziomu 59,7%. W świetle polskich ostrożnościowych regulacji ustawowych oznacza to, że Polska ociera się o granicę długu na poziomie 60%, która wymaga przedłożenia Sejmowi przez rząd, w okresie miesiąca od ujawnienia przekroczenia 60-procentowej granicy, programu sanacji sektora finansów publicznych i opracowania przez **wszystkie** jednostki sektora publicznego projektów budżetów na kolejny rok bez

zakładania w nich deficytu. W „budżecie państwa” prognozuje się na rok 2010 deficyt rządu 7,5% PKB, przy założeniu: „bez zmian polityki sektora publicznego w okresie do 2011 roku”. Oznaczałoby to, że równoważenie budżetów sektora publicznego, który wymaga wzrostu dochodów i zmniejszenia wydatków, łącznie o ponad 100 mld zł. Byłby to spory szok o skutkach nie tylko ekonomicznych. Pozostaje jeszcze sprawa obliczenia relacji długu do PKB. Relację np. za rok 2010 można będzie obliczyć dopiero w maju 2011 roku, gdy GUS opublikuje wartość PKB za 2010 rok, czyli mianownik relacji dług/PKB. Wtedy budżet na 2011 rok będzie już dawno uchwalony.

W najgorszej sytuacji fiskalnej są kraje, w których występuje zbieżność wysokiego deficytu i wysokiego długu, w szczególności Grecja, dla której prognozuje się w 2010 roku ponad 12-procentowy deficyt i ponad 116-procentowy dług do PKB oraz Irlandia z długiem bliskim 80% i deficytem bliskim 15% PKB.

W całej UE27 zanikła „przeźroczystość fiskalna”, która pozwalała ograniczaniem podatków i wzrostem wydatków osłabiać recesję w sferze realnej sektora prywatnego.

W drugiej połowie 2008 roku rynki finansowe papierów dłużnych sektora prywatnego w USA prawie całkowicie zamarały. Poszukujące dolarowej płynności jednostki krajowe i zagraniczne całkowicie utraciły do niej dostęp. Skutki negatywne kryzysu płynności szybko pogłębiały się ze względu na towarzyszącą każdemu znaczącemu kryzysowi płynności panikę, stądną ucieczkę od aktywów obciążonych ryzykiem i jednostek postrzeganych jako zbyt silnie obciążone posiadaniem „toksycznych” aktywów finansowych, bardzo niepewnych praw do przyszłego dochodu. Każdy uczestnik rynku w obliczu niepewności co do zachowania swojej płynności w najbliższej przyszłości gromadził każdą dostępną gotówkę w bezpiecznych formach i nikomu na żadnych warunkach, na jakikolwiek termin nie udostępnił środków pieniężnych.

Siła, z jaką kryzys finansowy przenosi się do sfery realnej jest wprost proporcjonalna do znaczenia rynku finansowego dla funkcjonowania sektora realnego. Są kraje, które nie mają rozwiniętego rynku finansowego (np. Mongolia) i tym samym globalny kryzys finansowy w znikomym stopniu przeniósł się na ich gospodarkę realną. W globalnej gospodarce odczuwają one kryzys finansowy z opóźnieniem. Kryzys w realnej sferze gospodarek dotkniętych kryzysem finansowym przenosi się na kraje bez rozwiniętych rynków finansowych przez zahamowanie popytu na ich towary i usługi, spadek cen towarów eksportowanych, spadek inwestycji bezpośrednich, dezinvestycje przeprowadzane na rynkach trzecich przez działające globalnie lub transgranicznie przedsiębiorstwa, ucieczkę inwestorów zagranicznych z rynków papierów dłużnych i udziałowych krajów rozwijających się w związku z zachowaniem inwestorów, określanym jako *flight to safety*. Oczywiście, negatywne skutki dla sfery realnej gospodarek o nierozwiniętych rynkach finansowych są tym silniejsze, im bardziej gospodarka jest otwarta, powiązana z zagranicą, im większe znaczenie ma dla niej eksport, import, zagraniczne inwestycje bezpośrednie, obecność kapitału zagranicznego i zależność od zagranicznego finansowania deficytu i długu w sektorze publicznym i prywatnym.

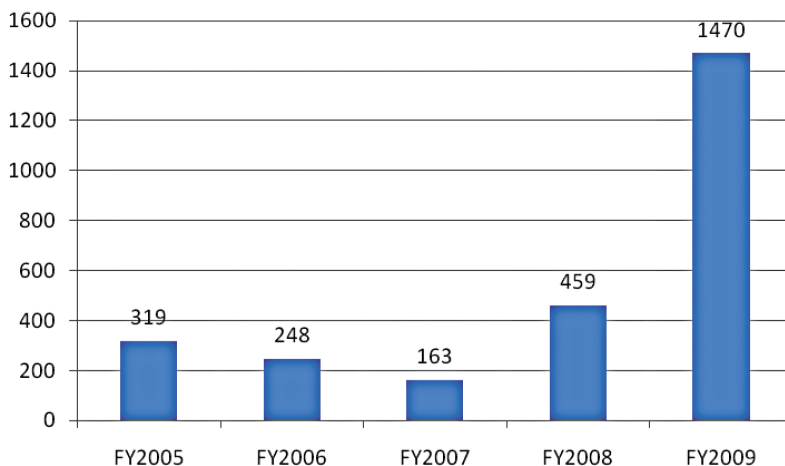
Rynki finansowe w USA są niewątpliwie najbardziej rozwiniętymi rynkami na świecie. Rynki te, w przeciwieństwie do tego, co można obserwować w innych częściach świata, tra-

dycyjnie opierają się na dwóch równolegle pracujących filarach: na rynku bankowym i finansowym rynku pozabankowym. W bardzo szerokim zakresie banki komercyjne stosują zasadę nabywania aktywów finansowych, praw do przyszłego dochodu, w celu ich natychmiastowej dystrybucji (sprzedaży), a nie utrzymywania w bilansie do czasu ich wymagalności, zasada *acquire to distribute* jako przeciwieństwo *acquire to hold*. Stąd na amerykańskich rynkach finansowych w szerokim zakresie rozpowszechniona jest sekurytyzacja praw do przyszłych dochodów, zamiana equity na gotówkę i rozwinięty sektor tzw. bankowości inwestycyjnej, tj. jednostek, które nie są bankami, nie mają prawa do pobierania depozytów i udzielania kredytów, z charakterystycznymi bilansami, w których aktywa to średnio- i długoterminowe papiery dłużne lub inne prawa do przyszłego dochodu, a pasywa to zobowiązania krótkoterminowe z niewielkim udziałem funduszy własnych, czyli działające z wysoką dźwignią finansową.

Kryzys płynności na rynku amerykańskim miał katastrofalne skutki dla realnej gospodarki amerykańskiej. Efektywnie działające substytucyjnie i komplementarnie od prawie wieku 2 filary rynku finansowego: instytucje finansowych bankowych i instytucje finansowych niebankowych okazały się silnie skorelowane: załamanie instytucji finansowych niebankowych pograżyło płynność instytucji *stricte* bankowych³. Niedobór płynności na rynku niebankowym nie mógł zostać skompensowany ze źródeł bankowych.

Powstał problem reakcji na dewastujące skutki kryzysu płynności na rynkach finansowych i zaistniała na tych rynkach panika, stadne wysiłki opuszczenia rynku prywatnych papierów dłużnych w dążeniu do *flight to haven*, dla realnej gospodarki amerykańskiej, spadek produkcji i wzrost bezrobocia. Przeciwdziałanie recesji instrumentami polityki fiskalnej, a zwłaszcza zwiększenie wydatków, ma jedno poważne ograniczenie: rząd musi mieć do tego upoważnienie ustawowe. To wymaga zwykle czasu, przewagi koalicji lub partii rządzącej na wszystkich etapach procedury legislacyjnej. Automatyczna stabilizacja prowadzi sama przez się do zwiększenia deficytu i zwiększenia długu. Próba uchwalenia kolejnych znaczących wydatków w ciężar deficytu i zwiększenie długu napotyka krytykę nieprzychylnych rządowi polityków i mediów. Opinia publiczna staje się coraz mniej przychylna dodatkowym planom wydatkowym rządu. Rząd federalny mimo to zdołał uchwalić 2 znaczące programy dodatkowych wydatków: program TARP (*The Troubled Asset Relief Programm*) na około 700 mld USD, jeszcze w roku 2008 i dopiero w 2009 roku ARRA (*The American Recovery and Reinvestment Act*) na około 800 mld USD. W połączeniu ze skutkami automatycznej stabilizacji (czyli bez jakichkolwiek zmian polityki budżetowej) spowodowało to bardzo znaczące zwiększenie deficytu sektora federalnego. Przedstawia to *Rycina 4*.

³ Banki były na szeroką skalę właścicielami niebankowych instytucji finansowych, a w aktywach posiadały znaczące pakiety papierów dłużnych, wyemitowanych przez niebankowe instytucje finansowe.

Ryc. 4. Deficyt federalny, stan na koniec roku w mld USD⁴

Źródło: Financial Report of the US Government 2009

Wysoki deficyt federalny w roku finansowym /FY/ 2008 był głównie wynikiem działania automatycznych stabilizatorów, które spowodowały jego wzrost ze 163 mld USD w FY 2007 do 459 mld USD w FY 2008, prawie 3-krotny wzrost. W FY 2009 nastąpiła synergia automatycznych stabilizatorów i fiskalnych programów federalnych podjętych dla ożywienia gospodarki i deficyt powiększył się z 459 mld USD w FY 2008 do planowanych 1470 mld USD w FY 2009, ponad 3-krotnie. W sumie więc kryzys w sferze realnej gospodarki spowodował w latach 2007-2009 ponad 9-krotny wzrost deficytu budżetowego, utratę 8 mln miejsc pracy, wzrost bezrobocia do blisko 11% i spadek PKB o blisko 2,5%. Odnosząc deficyt w FY 2009 do PKB w tym okresie, jest to poziom około 10%, czyli porównywalny do pozycji fiskalnej krajów UE27, będących w najgorszej sytuacji. Deficyt budżetowy jest taki, jaki wynika z ustawy budżetowej, ale dług federalny nie może przekroczyć ustalonego w ustawie pułapu. Obecny pułap wynosi 14,3 bln USD. Rzeczywisty dług jest na razie niższy, wynosi około 12,5 bln USD, czyli około 85% PKB. Jest to poziom zbliżony do średniego zadłużenia krajów UE27. Jest jednak pewna specyfika długu amerykańskiego. W długu sektora federalnego (inaczej rządowego) w USA wyodrębnia się część nazywaną długiem publicznym (wobec krajowych osób fizycznych, krajowych korporacji, FED, czyli amerykańskiego banku centralnego i wobec podmiotów zagranicznych) i część wewnątrzrządową (*intragovernment*), czyli dług wobec jednostek i agencji federalnych⁵. Ministerstwo Skarbu musi wyposażyć agencję rządową, po-

⁴ Rok finansowy w USA, oznaczany jako FY, to okres od 1 października do 30 września. Spośród krajów UE27 również Wielka Brytania ma niekalendrzowy rok budżetowy, od 1 kwietnia do 31 marca.

⁵ Skarbowe papiery dłużne, będące w posiadaniu agencji federalnych nie mogą być przedmiotem obrotu rynkowego, a więc nie mogą przekształcić się w dług publiczny. Dług stanowy, np. stanu Kalifornia lub dług lokalny, np. miasta

siadającą papiery skarbowe, w gotówkę dopiero wtedy, gdy agencja ta musi wypłacić świadczenie beneficjentom. Jeśli składka na świadczenia społeczne, którą pobiera agencja rządowa jest wyższa niż wypłaty świadczeń beneficjentom, a tak jest w przypadku świadczeń społecznych (*Social Security*) i zdrowotnych (*Medicare*), które razem wzięte są w posiadaniu około 3/4 długu wewnątrzrządowego, dopływ gotówki na kupno nowych papierów skarbowych jest większy niż gotówkowe wypłaty beneficjentom tych świadczeń. Innymi słowami, Ministerstwo Skarbu nie musi zwiększać emisji publicznych papierów dłużnych. Od strony bilansowej papiery skarbowe wyemitowane przez Ministerstwo Skarbu i będące w posiadaniu agencji rządowych są zobowiązaniem rządu federalnego, a posiadane przez agencje papiery skarbowe są równocześnie aktywami rządu federalnego. Tym samym aktywa i pasywa są w tej części sobie równe i dług wewnątrzrządowy nie jest długiem publicznym⁶. Obecnie dług wewnątrzrządowy to około 40% długu federalnego. Tym samym zadłużenie publiczne USA stanowi nie ponad 100% PKB, a jedynie 50%, czyli znacznie niższe niż średnio w UE27 i na poziomie niższym niż relacja długu do PKB w Polsce. Tak więc dług publiczny USA jest według standardów UE bardzo umiarkowany, a inwestycja w skarbowe papiery dłużne pozostaje najbardziej „bezryzykowną”, ale oczywiście i niskodochodową.

W przeciwieństwie do ograniczeń, o których wspomnieliśmy powyżej, tj. fiskalnego pobudzenia gospodarki pogłębiającej się w recesji, to najpierw jest ustawa upoważniająca do wydatku, a dopiero później wydatkowanie, bez względu na pilność sprawy i limit ustawy zadłużenia, w przypadku banku centralnego nie ma żadnych tego typu ograniczeń. FED, odpowiednik banku centralnego w USA, tak jak każdy bank w UE27 nie potrzebuje ustawowego upoważnienia dla swojej akcji kredytowej, może pożyczać, czyli kreować siłę nabywczą i zapewniać płynność beneficjentów jego akcji bez jakichkolwiek ustawowych, rządowych, parlamentarnych ograniczeń, może robić, mówiąc kolokwialnie, co chce. Jest to ważne wtedy, gdy zwłoka w przeciwdziałaniu negatywnemu rozwojowi wydarzeń, którym można zapobiec lub osłabić ich negatywne skutki, ma również negatywne skutki społeczne, ekonomiczne, socjalne i polityczne. Wtedy potrzebna jest instytucja, która może działać bezzwłocznie i **bez żadnych ograniczeń** w zakresie jej finansowego zaangażowania na rzecz osłabienia recesji, odwrócenia negatywnych tendencji w produkcji i zatrudnieniu, przywrócenia tendencji wzrostowych i prozatrudnieniowych. Taką instytucją jest bank centralny, a zwłaszcza bank centralny w USA Zarząd Rezerwy Federalnej, FED. W przeciwieństwie do włodarzy budżetu, bank centralny może kreować natychmiastowo, bez jakiegokolwiek upoważnienia, każdy poziom popytu,

Nowy York, nie jest długiem publicznym; długiem publicznym jest jedynie dług rządu federalnego i jego licznych agencji lub dług gwarantowany przez rząd federalny lub jego agencje. Agencje federalne, głównie ubezpieczenia społecznego, lokują swoje wpływy ze składek ubezpieczeniowych w papierach skarbowych; największe pod względem posiadanych papierów skarbowych agencje to: Federal Old-Age and Survivors Insurance Trust Fund – 2,2 bln USD, Federal Employees Retirement Funds – 730mld USD, Federal Hospital Insurance Trust Fund – 314 mld USD, Federal Disability Insurance Trust Fund – 213 mld USD.

⁶ Można to zilustrować przykładem hipotetycznym na gruncie polskich realiów. Powiedzmy, że zamiast koncepcji prywatnych OFE, ta część składki, która do nich trafia jest odprowadzana do agencji rządowej „OFE”, która całość wpływów inwestuje w papiery dłużne skarbowe, które nie mogą być przedmiotem obrotu rynkowego. Wtedy aktywa rządowego „OFE” są równocześnie zobowiązaniami rządu, ale nie są zobowiązaniami publicznymi. Dług publiczny Polski staje się niższy o kwotę środków zgromadzonych w rządowym „OFE”.

5 mld USD, 10 mld USD, 100 mld USD, 1 bln USD – każdą kwotę. Takie usytuowanie banku centralnego, poza jakimikolwiek ograniczeniami władzy politycznej, stwarza mu możliwość szybkiej, natychmiastowej reakcji w zakresie kreowania dodatkowego popytu. Tak było w przypadku reakcji FED na negatywne skutki kryzysu finansowego dla sfery realnej i reakcji FED na brak płynności na rynkach finansowych. Bank centralny nie potrzebuje upoważnienia dla finansowego zaangażowania dla ożywienia gospodarki, nie ma żadnych limitów zaangażowania finansowego, jest ponad prawem i poza prawem. Z jednym wyjątkiem, akcja kredytowo-pożyczkowa banku centralnego, czyli substytut tego, co osiąga rząd, zwiększając wydatki ponad dochody, nie może prowadzić do inflacji.

W przypadku FED, jego kompetencje do pobudzania gospodarki lub osłabiania tendencji recesyjnych są znacznie większe niż banków centralnych w krajach UE27 i banku centralnego Eurosystemu, ECB.

Bilans banku centralnego ma swoją specyfikę, wynikającą z jego roli emisyjnej, bieżącego zarządzania zmianami płynności systemu bankowego, oddziaływania na poziom ceny pieniądza i/lub wielkość jego podaży oraz zapewniania zewnętrznej płynności kraju (zapewniania dostępu podmiotom krajowym do płynnych funduszy walutowych).

Zmiany poziomu aktywów banku centralnego wyrażają w szczególności jego działania w kierunku zwiększania dostępnej gotówki, przy wzroście aktywów lub zmniejszenia dostępnej gotówki, przy spadku aktywów. Odpowiadające zmianom aktywów w bilansie banku centralnego zmiany pasywów wskazują, jak zwiększona emisja gotówki została zaabsorbowana, a w przypadku spadku poziomu aktywów, gdzie zmniejszyła się absorpcja gotówki.

Standardowe zarządzanie płynnością instytucji depozytowych w USA i w Eurosystemie jest bardzo podobne: krótkoterminowe (1-7-dniowe) odwracalne operacje otwartego rynku repo, w ramach których nabywane są papiery wartościowe (głównie skarbowe) od instytucji depozytowych (banków i innych jednostek mających prawo przyjmowania depozytów i udzielania kredytów) – i następuje zwiększenie płynności, i krótkoterminowe odwracalne operacje otwartego rynku reverse repo, w ramach których sprzedawane są instytucjom depozytowym (na 1-7 dni) papiery wartościowe (głównie skarbowe) – i następuje zmniejszenie płynności. Operacje odwracalne służą do zarządzania zmianami płynności, które mają charakter przejściowy.

Obok tego, gdy niedobory płynności lub jej nadmiar nie są przejściowe, lecz trwałe, operacje odwracalne wydłuża się i przeprowadza operacje *outright* (nieodwracalne), trwałe zwiększające lub zmniejszające płynność. Dla zarządzania płynnością, a konkretnie dla poprawy płynności rynku międzybankowego, Rezerwa Federalna tradycyjnie w operacjach odwracalnych i nieodwracalnych, również na bardzo krótkie terminy, nabywała od instytucji depozytowych wyłącznie papiery skarbowe.

Między Rezerwą Federalną a bankowością centralną Eurosystemu i pozostałych banków centralnych UE27 występuje w zakresie oddziaływania na płynność jedna zasadnicza różnica. Stroną transakcji poprawy płynności dla banków centralnych Eurosystemu i EBC oraz banków centralnych krajów UE27, pozostających poza strefą euro może być tylko in-

stytucja depozytowa (bank komercyjny). Banki centralne UE27 mogą kształtować płynność, czyli dostęp do funduszy rezerwowych, gotówki, wyłącznie systemu bankowego i jego poszczególnych jednostek. Natomiast w przypadku Rezerwy Federalnej na podstawie sekcji 13(3), wprowadzonej w lipcu 1932 roku do ustawy o Rezerwie Federalnej, Zarząd Rezerwy *w nadzwyczajnych i pilnych okolicznościach może upoważnić bank rezerwy federalnej do dyskontowania papierów wartościowych od osób fizycznych, firm bez i z osobowością prawną, po uzyskaniu dowodów, że podmioty te nie mogą uzyskać odpowiedniego poziomu kredytowania od innych instytucji bankowych*. Innymi słowami, FED może zapewniać płynność, dostęp do funduszy rezerwowych, gotówki, nie tylko systemu bankowego i jego poszczególnych jednostek, lecz każdego podmiotu: mającego i niemającego osobowości prawnej, finansowego i niefinansowego, jeśli uzna, że „okoliczności są nadzwyczajne i pilne”. Zdaniem Zarządu Rezerwy, takie nadzwyczajne i pilne okoliczności wystąpiły w 2008 roku. Rezerwa Federalna od 2008 roku już nie ograniczała się do zarządzania płynnością instytucji depozytowych (banków komercyjnych), zarządzała płynnością:

- każdej jednostki niebankowej w USA, jeśli uznała to za konieczne w świetle skutków bieżących i długofalowych kryzysu,
- banków amerykańskich
- i na rynkach finansowych na świecie, w zakresie rezerwowych funduszy dolarowych.

Rezerwa Federalna nie utrzymuje w swoich aktywach liczących się dla bilansu wartości walut i dewiz obcych. Te aktywa są wartościowo na poziomie niższym niż w NBP. W bilansie NBP aktywa walutowo-dewizowe stanowią około 95%, a w bilansie Rezerwy Federalnej tylko około 2,5%. Największą pozycją rezerwową w bilansie Rezerwy Federalnej jest złoto, ale jego wycena w bilansie po 42,2 USD za uncję jest ponad 20-krotnie zaniżona co do rynkowej wartości złota. Wynika to z tego, że dolar pozostaje walutą rezerwową światowych rynków walutowych i każdy podmiot amerykański może regulować swoje zobowiązania w dolarach, bez względu na to, w jakiej walucie są one wymagalne, zamieniają dolary na walutę płatności. W wyniku kryzysu płynności rynki światowe, a w szczególności Eurosystem, utraciły możliwość dostępu do rezerwowych funduszy w bankach amerykańskich i na amerykańskim rynku finansowym. FED zastąpił ten brak dostępu do dolara na całym świecie dwustronnymi umowami swapowymi z największymi bankami centralnymi. Dla sprostania ich popytowi na poprawę płynności dolara, Federalna Rezerwa zawarła z czternastoma bankami centralnymi umowy swapowe. Jedną drugą wartości umów swapowych to umowa z ECB, około 15% to umowa z bankiem centralnym Japonii, około 10% to umowa z bankiem centralnym Szwecji i około 6% to umowa z bankiem Anglii. Każda umowa swapowa składa się z dwóch transakcji. Gdy zagraniczny bank centralny na podstawie linii swapowej otrzymuje od banku rezerwy federalnej/FRBNY/ fundusze, to sprzedaje Rezerwie Federalnej własną walutę (np. odpowiednio EUR, CHF, GBP, JPY) po kursie rynkowym z momentu sprzedaży. W tym samym momencie Rezerwa Federalna i obcy bank centralny zawierają drugą transakcję, która jest odwróceniem tej pierwszej i będzie zrealizowana w przyszłości, np. za 30 dni. Kurs dolar/waluta zagraniczna w drugiej transakcji jest taki sam, jak w pierwszej transakcji. Na koniec 2008 roku, ze względu na ogromny niedobór płynności fundu-

szy dolarowych na zagranicznych rynkach finansowych, wartość operacji swapowych była bardzo znacząca, około 555 mld USD i silnie wpływała na wzrost aktywów Rezerwy Federalnej i wzrost rezerw nadwyżkowych, aktywa swapowe stanowiły około 1/4 aktywów FED. Obecnie, w marcu 2010 roku, wartość linii swapowych FED z bankami centralnymi na świecie spadła do zera, nie ma już problemu niedostatecznej płynności funduszy dolarowych na finansowych i międzybankowych rynkach na świecie. FED rozwiązał w ten sposób przejściowe niedobory na fundusze dolarowe na światowych rynkach finansowych i międzybankowych (nadmierny popyt na te fundusze w stosunku do ich podaży). Banki za granicą są obecnie zdolne do zapewnienia finansowania w zakresie rezerwowych funduszy dolarowych przez operacje na rynku międzybankowym, bez kreowania tych funduszy dla banków centralnych za granicą przez FED. W transakcjach transgranicznych funduszami dolarowymi światowy rynek międzybankowy powrócił do normalności, do sytuacji sprzed sierpnia 2007 roku [szerzej zob. *The Financial* 2009].

Tradycyjnie stosowany przez FED sposób zarządzania płynnością systemu bankowego to krótkoterminowe operacje otwartego rynku repo, w których FED kupował od banków papiery skarbowe w celu poprawy ich płynności lub w operacjach reverse repo sprzedawał bankom te papiery, jeśli chciał ograniczyć płynność. Celem tych operacji było doprowadzenie na międzybankowym rynku finansowym ceny depozytów O/N, tzw. stopy funduszy federalnych, do określonego przez FED poziomu. Banki, które z jakichś względów nie mogły zarządzać swoją płynnością w transakcjach otwartego rynku, korzystały z tzw. okna dyskontowego FED. W ramach operacji okna dyskontowego mogły pożyczać od FED pod zastaw papierów wartościowych na terminy O/N, ale cena pieniądza była znacznie wyższa, 1 pkt. proc. ponad stopę funduszy federalnych. W Eurosystemie i w Polsce odpowiednikiem okna dyskontowego są kredyty lombardowe O/N dla banków, również po cenie wyższej niż stopa operacji otwartego rynku.

Od sierpnia 2007 roku wraz z zanikiem amerykańskiego rynku finansowego i międzybankowego, i brakiem fiskalnych środków przeciwdziałania recesji ze względu na przewlekłość procedur ustawowego upoważnienia rządu do wydatkowania oraz negatywną presję opinii publicznej, która postrzega fiskalne środki jako „angażowanie środków podatników”, FED wprowadza zmiany w stosowanych dotąd środkach zarządzania płynnością systemu bankowego. Zanikła podaż wolnych funduszy rezerwowych ze strony uczestników rynku finansowego i międzybankowego zastępuje zwiększoną podażą funduszy rezerwowych banku centralnego:

- wydłuża w oknie dyskontowym dostęp do funduszy z O/N do najpierw 30 dni, a następnie od marca 2008 roku – do 90 dni,
- obniża koszty pożyczek w ramach okna dyskontowego do poziomu stopy funduszy federalnych plus 0,25 pkt. proc., tj do ceny około 0,5% rocznie,
- rozszerza akceptowalne zabezpieczenia pożyczek z okna dyskontowego o liczne papiery wartościowe sektora prywatnego, zabezpieczone prawami do przyszłego dochodu z różnych umów kredytowych (kredytów konsumpcyjnych, samochodowych, hipotecznych mieszkaniowych, hipotecznych niemieszkaniowych itp.),
- rozszerza dostęp do okna dyskontowego o licznych nowych pożyczkobiorców.

Tradycyjne transakcje zapewniania płynności, tj. operacje otwartego rynku repo, zanikają prawie do zera. Zastępuje je, realizowany w ramach okna dyskontowego, program pożyczkowy TAF⁷. Programem tym FED zastąpił wszystkich dotychczasowych uczestników, bankowych i niebankowych, rynku finansowego, którzy przestali uczestniczyć w rynku finansowym jako dostarczyciele funduszy rezerwowych (tj. dostępu do gotówki). Teraz FED stał się jedynym źródłem dostępu do gotówki, dążąc do tego, aby uczestnicy rynku, którzy zgłaszali popyt na fundusze płynne, umocnili się w przekonaniu, że ten dostęp jest trwały, w pełni zapewniony bieżąco i będzie trwale zapewniany w przyszłości na korzystnych warunkach. W ten sposób FED tworzył nadzieję, że kiedyś powróci „normalność” na rynku finansowym i FED będzie mógł wygasić program TAF do zera. W rezultacie realizowanego programu pożyczek przez okno dyskontowe obecna sytuacja nie wiele różni się od oczekiwań FED. Ilustruje to *Tabela 2*.

Tabela 2. Zmiany programu okna dyskontowego w okresie 2007-2010

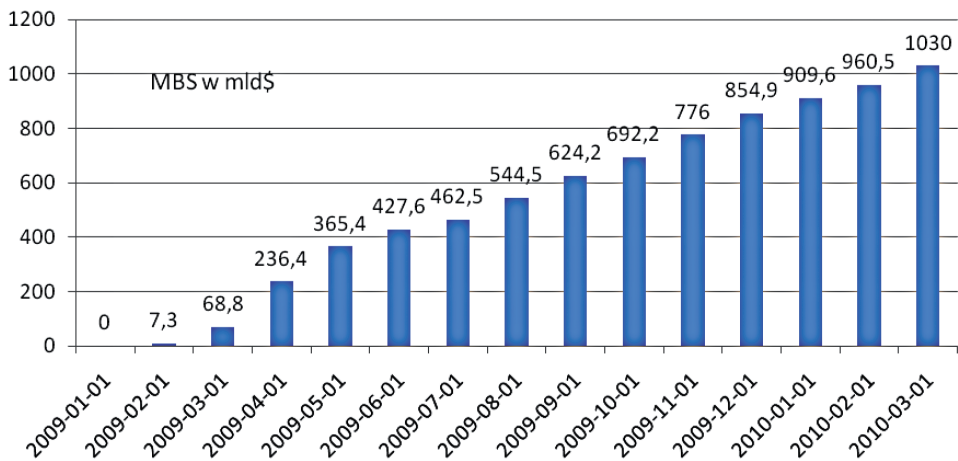
	2007-12-30	2008-12-30	2010-03-11
pożyczki z okna dyskontowego w mld USD	24	598	75

Największe zmiany w bilansie FED powstały w wyniku wykorzystania sekcji 13(3) ustawy o amerykańskim banku centralnym. Jak wyżej wspomnieliśmy, sekcja 13(3) pozwala FED stworzyć dostęp do funduszy rezerwowych, gotówki, w nadzwyczajnych warunkach każdej jednostce niebankowej, która takiego dostępu nie ma na rynku bankowym, a szerzej – na rynku finansowym. Rezerwa Federalna na większą skalę zaczęła korzystać z sekcji 13(3) po upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers w drugiej połowie 2008 roku. Największe zaangażowanie na podstawie 13(3) wynikało z konieczności ożywienia wtórnego rynku mieszkaniowego i przywrócenia w miarę normalnej działalności na nim trzech GSE (GSE – firma sponsorowana przez rząd), przejętych przez rząd federalny: Fannie, Freddie i Ginnie [szerzej Samojlik, 2009a]. Zaangażowanie Rezerwy w wykup papierów dłużnych, zabezpieczonych umowami kredytów hipotecznych (MBS), tych trzech GSE pokazuje *Rycina 5*.

Decyzja o finansowaniu, refinansowaniu i nabywaniu nowych papierów dłużnych tych trzech GSE została podjęta przez Zarząd Rezerwy w listopadzie 2008 roku i finansowe zaangażowanie, jak do tej pory, stale rośnie: od zera na początku 2009 roku do ponad 1 bln USD w marcu 2010 roku.

Kilka słów wyjaśnienia na temat roli trzech GSE, Fannie, Freddie i Ginnie, dla amerykańskiego rynku finansowego. Jak wspomnieliśmy wyżej, amerykańskie banki udzielają kredytów, kierując się w przeważającej mierze zasadą *acquire to distribute*. Z udzielonych kredytów

⁷ A w istocie 3 programy TAF (The Term Auction Facility), PDCF (The Primary Dealer Credit Facility) i TSLF (The Term Securities Lending Facility).

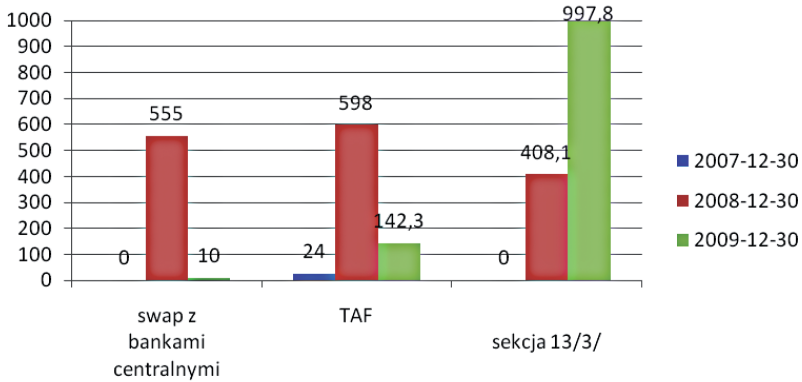
Ryc. 5. Zmiany wartości MBS w aktywach Rezerwy Federalnej

Źródło: Financial Report of the US Government 2009

tworzą pulę, która jest wystawiona na sprzedaż. Takie pulę kredytowe kupują między innymi, a nawet przede wszystkim, 3 wyżej wspomniane GSE. Środki finansowe na zakup kolejnych pakietów umów kredytów hipotecznych pozyskują, emitując krótkoterminowe papiery dłużne. Środki finansowe na obsługę zobowiązań z tytułu wyemitowanych papierów dłużnych uzyskują z obsługi umów kredytów hipotecznych przez tych, którzy je uzyskali. Tym samym papiery dłużne GSE są „zabezpieczone” wpływami z umów kredytów hipotecznych, w skrócie MBS⁸. Słowo zabezpieczone bierzemy w cudzysłów, gdyż jest to zabezpieczenie przyszłego dochodu nabywcy papieru dłużnego wyemitowanego przez GSE innym przyszłym dochodem z obsługi umowy kredytu hipotecznego. Oba te przyszłe dochody są obciążone ryzykiem. Jeśli ujawni się ryzyko w umowie hipotecznej, to przenosi się ono na wyemitowane przez GSE papiery dłużne. Kredyty hipoteczne są długoterminowe, zasadniczo 30-letnie. Tylko kredyty udzielone osobom o słabej pozycji kredytowej są krótkoterminowe 2-, 3-letnie, ale też w korzystnych warunkach rolowane przez 30 lat. Tym samym aktywa GSE, tj. kupione od banków pakiety kredytowe na długą wieloletnią rotację, ale finansowane obecnie, są krótkoterminowymi zobowiązaniami. Wszystko działa dobrze dotąd, dopóki GSE mogą co parę miesięcy rolować swoje zobowiązania: emitować nowe transe długu krótkoterminowego, aby mieć gotówkę na wykup zapadających zobowiązań. W momencie gdy zanikł rynek finansowy, GSE nie były zdolne do rolowania swoich zobowiązań, utraciły płynność, nie były zdolne do terminowego wykupu swoich zobowiązań, gdyż nie było chętnych w USA ani za granicą do nabywania kolejnych emisji ich papierów

⁸ MBS to pierwsze litery słów: Mortgage Backed Security

Ryc. 6. Zmiana struktury aktywów Rezerwy Federalnej w okresie kryzysu (w mld USD), na koniec 2007, 2008, 2009 roku



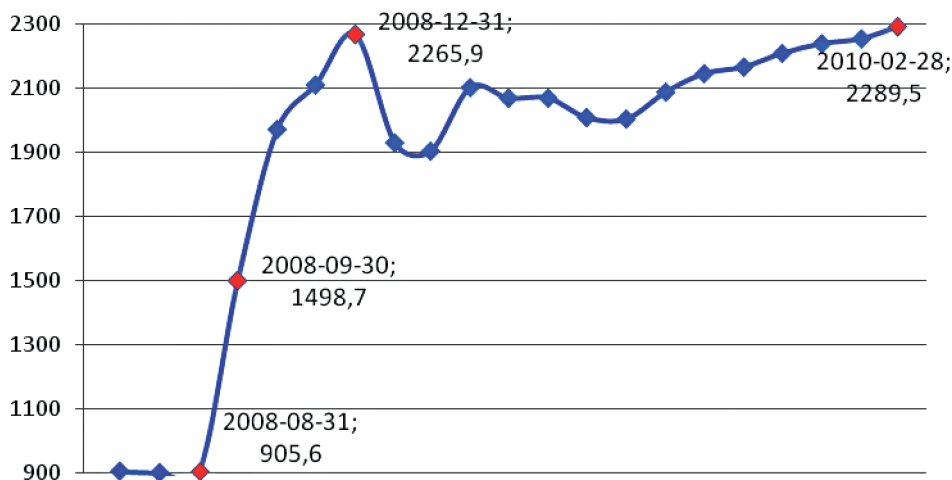
Źródło: Federal Reserve Statistical Release, Factors Affecting Reserve Balances; tygodniowe bilanse Rezerwy Federalnej za lata 2007-2009

dłużnych. W przypadku GSE mamy więc 2 grupy ryzyka: ryzyko niezdolności do rolowania długu i ryzyko braku pełnej terminowej obsługi umów kredytu hipotecznego. Równoczesne ujawnienie się obu to katastrofa GSE. Oba ryzyka ujawniły się i katastrofa GSE nastąpiła. Ze względu na przypadek *too big to fail*, za duże znaczenie trzech GSE dla gospodarki amerykańskiej, żeby państwo mogło pozwolić na ich bankructwo, FED w tym przypadku też zastąpił nieistniejący rynek, nabywając kolejne emisje ich papierów dłużnych, aby mogły wykupić w terminie zapadające zobowiązania i mieć dodatkowe środki na nabywanie kolejnych pakietów kredytów hipotecznych od banków, tak aby te, trzymając się zasady *acquire to distribute*, mogły dalej finansować realizowane programy mieszkaniowe. Jak widać na Rycinie 5, na tym segmencie rynku finansowego FED powiększa swoje zaangażowanie i nie widać jeszcze oznak normalizacji i możliwości zwinięcia akcji kredytowej FED, tak jak było to w przypadku swapów walutowych i rozszerzonego programu okna dyskontowego.

Rycina 6 przedstawia najważniejsze zmiany w aktywach FED na 3 momenty: koniec roku 2007, 2008 i 2009. Swapy walutowe wypełniły próżnię płynności dolarowej, jaka powstała na rynkach światowych, a zwłaszcza w Eurosystemie, gdyż 1/2 wartości swapów dotyczyła zapewnienia dostępu ECB do funduszy dolarowych. Rozszerzony program okna dyskontowego również pozwolił zapewnić płynność bankom i odżywający w USA rynek międzybankowy pozwolił FED na zwinięcie 75% programu okna dyskontowego, z 598 mld USD na koniec roku 2008 do 142,3 mld USD na koniec roku 2009.

Od strony podażowej zmiany poziomu funduszy rezerwowych, dostępnych w USA i na świecie wynikają ze zmian poziomu aktywów bilansu Rezerwy Federalnej. Do końca sierpnia 2008 roku wartość aktywów FED była relatywnie stała. Od sierpnia 2008 roku FED z ogromną dynamiką w czasie i pod względem wartości kreowanego dostępu do dolara

Ryc. 7. Podaż funduszy rezerwowych w okresie czerwiec 2008 – luty 2010 (w mld USD)



Źródło: Federal Reserve Statistical Release, Factors Affecting Reserve Balances

rozpoczyna zastępowanie zanikłych rynków międzybankowych i szerzej finansowych oraz ratowanie przed utratą płynności wszystkich jednostek uznanych za *too big to fail*. W okresie czterech miesięcy, od 1 września 2008 roku do 31 grudnia 2008 roku kreacja funduszy dolarowych przez FED zwiększa się z 906,5 mld USD do 2266 mld USD, o 150%. Największy wzrost w historii amerykańskiej polityki monetarnej.

W roku 2009 już nie ma tak dramatycznych zmian. Wzrost aktywów MBS i innych aktywów na podstawie sekcji 13(3) jest rekompensowany spadkiem swapów i zwijaniem się programu okna dyskontowego.

Pasywa bilansu FED pokazują, co absorbuje kreowane w wyniku zwiększania aktywów fundusze rezerwowe. W szczególności, ile zamienia się na gotówkę w obiegu i ile zamienia się na aktywa banków komercyjnych.

Tradycyjna polityka monetarna Rezerwy Federalnej od połowy lat 80. ubiegłego wieku opierała się na kształtowaniu przez operacje otwartego rynku oczekiwanego, dla aktualnego nastawienia (ekspansywnego, neutralnego lub restrykcyjnego), poziomu stopy funduszy federalnych⁹. Na rynku funduszy federalnych instytucje depozytowe, zobowiązane do utrzymywania na rachunku we właściwym banku rezerwy federalnej rezerw obowiązkowych, w normalnych warunkach rynkowych aktywnie, codziennie przed końcem dnia, kształtu-

⁹ W tej części artykułu wykorzystuję niektóre fragmenty opracowania zamieszczonego w artykule *Polityka monetarna Rezerwy federalnej w warunkach kryzysu*, opublikowanego w książce pod redakcją naukową Joachima Osińskiego, *Wymiary kryzysu*, [Samojlik 2009b, 79-97], skorygowane i uzupełnione o dostępne dane w marcu 2010 roku.

ją swoje salda: udostępniają innym instytucjom depozytowym nadwyżki środków lub pożyczają od innych instytucji depozytowych środki pieniężne na O/N i bez zabezpieczenia. Pożądane saldo każdej instytucji depozytywnej ma zwykle 3 składowe:

- wymagane rezerwy, jako różnica między rezerwami wynikającymi z poziomu depozytów w ich pasywach i gotówką utrzymywaną w skarbcu instytucji depozytywnej;
- rezerwy umowne, utrzymywane z bankiem rezerwy federalnej w celu zapobieżenia przypadkowemu powstaniu debetu na koniec dnia w związku ze strukturą uznań i obciążeń rachunku w wyniku realizacji zleceń klientów banku depozytowego, gdyż Rezerwa nie kredytuje rachunków bieżących instytucji depozytowych;
- rezerwy nadwyżkowe, utrzymywane przez instytucje depozytowe w „normalnych” warunkach.

Tabela 3. Klasyczna struktura rachunków bieżących banków depozytowych w banku centralnym

rok	rezerwy obowiązkowe	rezerwy umowne	rezerwy nadwyżkowe	razem
2004/średniorocznie mld USD/	11,0	10,4	1,6	22,0

Źródło: Federal Reserve Statistical Release, Factors Affecting Reserve Balances

Tabela 3 przedstawia obraz struktury rachunków banków w Rezerwie Federalnej w normalnych czasach.

Jest to typowy, przedkryzysowy, poziom rezerw nadwyżkowych. Stanowią one około 7% (1,6/22) salda rachunków bieżących instytucji depozytowych w bankach rezerwy federalnej. Całkowite rezerwy nadwyżkowe bardzo rzadko w latach poprzedzających kryzys finansowy wychodziły poza przedział (1,0:2,0) mld USD.

Rezerwy obowiązkowe to wymagany poziom środków instytucji depozytywnej na rachunku w banku rezerwy federalnej, średnio dziennie na koniec dnia w tygodniowym lub dwutygodniowym okresie sprawozdawczym. Rezerwy umowne to powiększenie rezerw wymaganych (na podstawie umowy z bankiem rezerwy federalnej) o margines bezpieczeństwa dla uniknięcia niemożliwego do sfinansowania debetu na koniec dnia, danej instytucji depozytywnej z tytułu jej rozliczeń z otoczeniem, obciążeń i uznań rachunku.

Rezerwy nadwyżkowe tradycyjnie były traktowane jako dodatkowy bezpiecznik pozwalający uniknąć instytucji depozytywnej debetu na rachunku na koniec dnia, który może spowodować trudne do wyobrażenia konsekwencje finansowe z tytułu niemożliwości uregulowania zobowiązań klientów banku z powodu braku środków na rachunku. Pozostałe środki dopływające do instytucji depozytowych były przez nie wykorzystywane na cele kredytowo-pożyczkowo-inwestycyjne.

Popyt instytucji depozytowych na rezerwy, kształtowany przez rezerwy obowiązkowe, umowne i nadwyżkowe, tradycyjnie utrzymywał się na relatywnie stabilnym poziomie.

Rzeczywisty poziom tych rezerw absorbuje pewną część podaży funduszy federalnych, wynikającej z poziomu aktywów Rezerwy Federalnej. Tradycyjnie w normalnych czasach środki na rachunkach bieżących banków w bankach rezerwy federalnej absorbowwały niewielką, około 1,5%, część całkowitej podaży funduszy rezerwowych, a rezerwy nadwyżkowe absorbowwały tylko około 0,2% podaży funduszy rezerwowych.

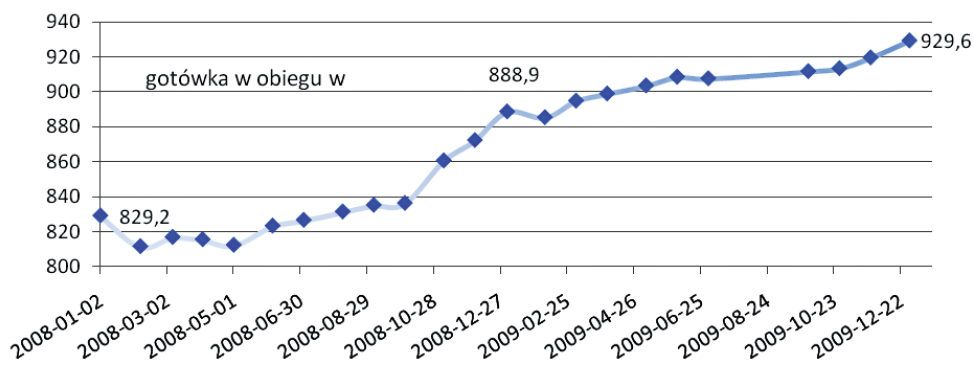
Co absorbuje fundusze rezerwowe kreowane przez Rezerwę Federalną?

Największą absorpcję w normalnych czasach tworzy gotówka w obiegu. Zmiany potrzeb gotówkowych, przede wszystkim gospodarstw domowych i w drugiej kolejności wszystkich pozostałych jednostek, wynikają – zgodnie z keynesowską koncepcją – ze zmiany ich preferencji płynności i zmian potrzeb obrotu gospodarczego. W USA preferencja płynności nie była zasadniczo pomocna w absorbowaniu podaży funduszy rezerwowych. W roku 2008 średniomiesięczny wzrost popytu na gotówkę wynosił miesiąc do miesiąca około 0,55%, a w roku 2009 – około 0,6%, miesiąc do miesiąca. Podaż pieniądza gotówkowego pozostaje więc na relatywnie stabilnym poziomie. Około 150-procentowy wzrost aktywów FED w ostatnich czterech miesiącach 2008 roku nie przekształcił się więc we wzrost gotówki w obiegu. Podobnie w roku 2009 nie było wyraźnego wzrostu ilości gotówki w obiegu, utrzymała się około 0,5-procentowa dynamika wzrostu miesiąc do miesiąca.

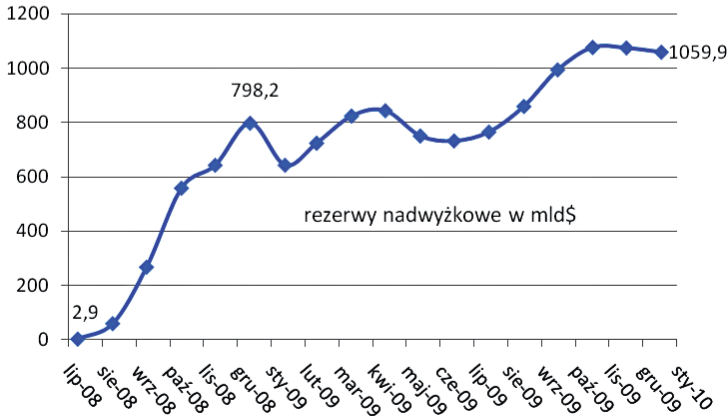
W styczniu 2008 roku gotówka w obiegu absorbowwała 90% funduszy federalnych, na koniec 2008 i 2009 roku już tylko 40%.

Innym „absorbentem” podaży funduszy rezerwowych są rachunki bieżące instytucji depozytowych w bankach rezerwy federalnej. Instytucje depozytowe utrzymują na tych rachunkach rezerwy obowiązkowe, umowne i nadwyżkowe. W normalnych czasach rachunki

Ryc. 8 Gotówka w obiegu (mld USD) styczeń 2008 roku – grudzień 2009 roku; stany na koniec miesiąca



Ryc. 9. Zmiany rezerw nadwyżkowych instytucji depozytowych w okresie styczeń 2008 – czerwiec 2009, stany na koniec miesiąca (w mld USD)



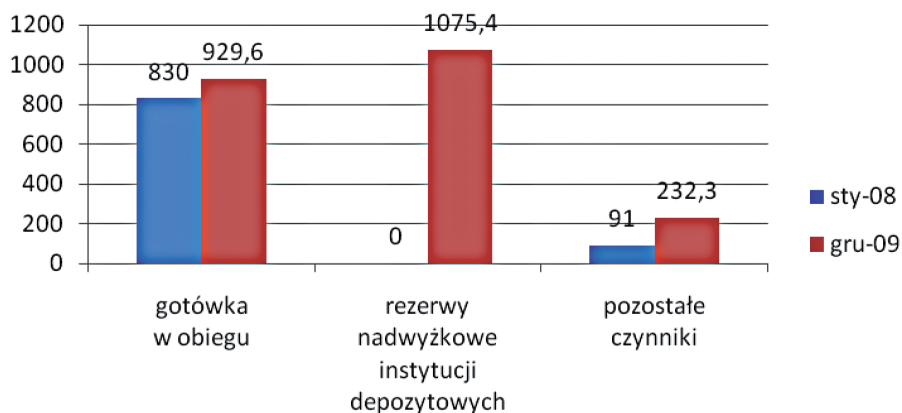
Źródło: Federal Reserve Statistical Release, Factors Affecting Reserve Balances

bieżące banków przez rezerwy obowiązkowe, umowne i nadwyżkowe absorbują znikomą część podaży funduszy rezerwowych, jak wspomnieliśmy wyżej, około 1,5%. Rycina 9 przedstawia zmiany poziomu rachunków bieżących instytucji depozytowych w bankach rezerwy federalnej. Od września 2008 roku wraz z eksplozją aktywów FED rozpoczęła się eksplozja poziomu rezerw, a zwłaszcza rezerw nadwyżkowych, banków komercyjnych w bankach rezerwy federalnej (12 banków).

Od lipca 2008 roku do stycznia 2009 roku rezerwy nadwyżkowe banków, utrzymywane na rachunkach bieżących w FED zwiększyły się z 2,9 mld USD do 798,2 mld USD, ponad 275 razy. Od końca grudnia 2008 roku do końca grudnia 2009 roku rezerwy nadwyżkowe banków zwiększyły się z 643,5 mld USD do 1075,4 mld USD, czyli blisko dwukrotnie. Eksplozja kreowanych przez FED funduszy dolarowych, w celu zapewnienia płynności różnych segmentów rynku finansowego krajowego i zagranicznego, i w szczególności bankowego, nie przekształciła się w popyt pieniężny. Po prostu tylko ta część aktywa banków komercyjnych, którą stanowią rezerwy nadwyżkowe, a więc niewykorzystywane na jakiegokolwiek cele działalności bankowej, wzrosły między lipcem 2008 roku a styczniem 2010 roku z 2,9 mld USD do 1059,9 mld USD, czyli o ponad 1 bln USD.

Wraz z eksplozją rezerw nadwyżkowych instytucji depozytowych na rachunkach banków rezerwy federalnej i w warunkach niepewności co do skutków wzrostu bazy monetarnej dla podaży pieniądza i inflacji, która w 2008 roku była ponad 3,5%, Departament Skarbu ogłosił od września 2008 roku „uzupełniający program finansowania”. W ramach tego programu Departament Skarbu emitował papiery dłużne, które nabywały banki, a wpływy z emisji lokował na wyodrębnionym w banku rezerwy federalnej FRBNY (Federal Reserve Bank of New York) rachunku. Jedynym celem było zmniejszenie nadwyżkowych rezerw

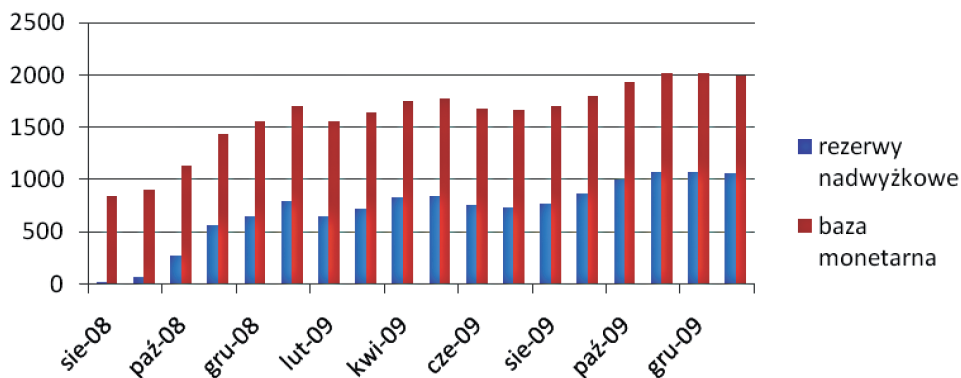
Ryc. 10. Zmiany w strukturze absorpcji funduszy rezerwowych



Źródło Federal Reserve Statistical Release, Factors Affecting Reserve Balances

na rachunkach banków depozytowych w bankach rezerwy federalnej. Na początku realizacji tego programu, we wrześniu 2008 roku pozwalało to dość skutecznie hamować narastanie rezerw nadwyżkowych. Wraz z rozszerzaniem programów z „sekcji 13(3)”, mimo zwiększenia przez Departament Skarbu długu publicznego o prawie 560 mld USD w końcu 2008 roku, „uzupełniający program finansowania” nie mógł już zatrzymać wzrostu rezerw

Ryc. 11. Wpływ zmian rezerw nadwyżkowych na bazę monetarną (mld USD), stany na koniec miesiąca



Źródło: Federal Reserve Statistical Release, Factors Affecting Reserve Balances

nadwyżkowych. Departament Skarbu napotkał ograniczenia w zakresie wzrostu zadłużenia. Podobnie jak w innych krajach, w USA ustawa budżetowa określa dopuszczalny poziom wzrostu długu federalnego. Po to, aby zmieścić się w ustalonym w ustawie budżetowej limicie wzrostu długu publicznego, Departament Skarbu musiał ograniczyć „uzupełniające finansowanie” od marca 2009 roku do poziomu 199,9 mld USD, a w końcu 2009 roku – do zera. Uwalniane w ten sposób fundusze rezerwowe banków zwiększały ponownie rezerwy nadwyżkowe instytucji depozytowych i bazę monetarną.

W okresie kryzysu finansowego i reakcji nań Rezerwy Federalnej istotnie zmieniła się więc nie tylko struktura aktywów, czyli źródła generowania funduszy rezerwowych, ale i struktura czynników, które absorbują fundusze rezerwowe.

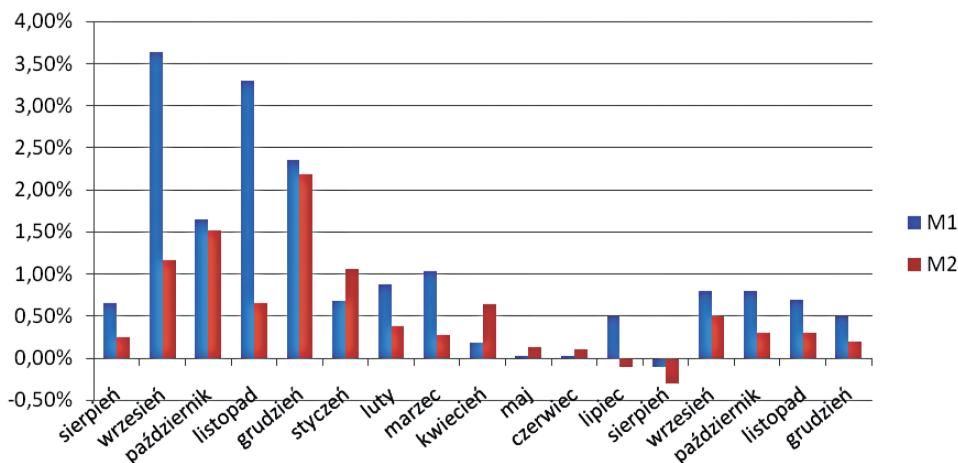
Rezerwy nadwyżkowe instytucji depozytowych mają istotne znaczenia dla pasywów (absorpcji) Rezerwy Federalnej, stanowiąc obecnie blisko 50% pasywów. Rezerwy nadwyżkowe to aktywa banków komercyjnych. Jakie znaczenie ma ta pozycja w aktywach amerykańskiego systemu bankowego? Aktywa całego sektora instytucji depozytowych na koniec 2009 roku wynosiły 12 bln USD [zob. FRB 2009, 87]. Dla banków rezerwy nadwyżkowe stanowią więc obecnie około 9% ich aktywów. Od połowy 2008 roku wprowadzono, po raz pierwszy w historii, oprocentowanie rezerw, obecnie na poziomie 0,25% rocznie¹⁰. Rezerwa Federalna ponosi więc na razie niskie koszty gigantycznych rezerw nadwyżkowych.

Baza monetarna to suma gotówki w obiegu i rachunków bieżących banków w banku centralnym. Gotówka w obiegu była, w całym okresie zapewniania przez FED rynkom finansowym płynności, relatywnie stabilna. Rachunki bieżące banków to nieznaną w historii bankowości eksplozja z powodu wzrostu rezerw nadwyżkowych. W rezultacie baza monetarna również zachowuje się tak, jak rezerwy nadwyżkowe. Baza monetarna to podstawa podaży pieniądza. Przyrost bazy monetarnej o jednostkę stwarza możliwości wzrostu podaży pieniądza wprost proporcjonalne do wartości mnożnika pieniężnego.

W okresie od stycznia do sierpnia 2008 roku baza monetarna była na stabilnym poziomie, niewiele wyższym niż gotówka w obiegu, a rezerwy nadwyżkowe na bardzo niskim stabilnym poziomie nie oddziaływały na zmiany poziomu bazy monetarnej. Była to więc sytuacja podobna do tej, która miała miejsce w normalnych czasach. Od września 2008 roku, gdy rozpoczął się wzrost i eksplozja rezerw nadwyżkowych, mamy również eksplozję bazy monetarnej, która mnożnikiem pieniężnym może przełożyć się na wzrost podaży pieniądza (M1 i M2)¹¹. Trwałe występowanie wysokiej podaży pieniądza powinno, zgodnie z teorią monetarną, jak i keynesowską, przełożyć się na inflację. Jednakże silny wzrost relacji rezerwy nadwyżkowe/depozyty transakcyjne bardzo znacząco zmniejsza wartość mnożnika pieniężnego, nawet do wartości mniejszych niż jeden, czyli zmiany bazy monetarnej

¹⁰ Górny pułap ustalonego w grudniu 2008 roku pożądanego poziomu oprocentowania funduszy federalnych.

¹¹ M1 to gotówki w obiegu poza kasami banków, depozyty na żądanie w bankach depozytowych, bez depozytów banków i Ministerstwa Skarbu oraz niebankowe czeki podróżne; M2 to M1 plus depozyty oszczędnościowe i terminowe poniżej 100 000 USD, bez depozytów na indywidualnych rachunkach emerytalnych (IRA) i środków Keogh w funduszach rynku pieniężnego (Keogh to program oszczędzania na cele emerytalne przez osoby prowadzące działalność osobiście lub w spółce bez osobowości prawnej, w którym opodatkowanie oszczędności jest odroczone do czasu, gdy uczestnik programu zaczyna pobierać środki z rachunku emerytalnego).

Ryc. 12. Procentowe zmiany agregatów pieniężnych M1 i M2 od sierpnia 2008 roku do grudnia 2009 roku, miesiąc do miesiąca

Źródło: Federal Reserve Statistical Release, Factors Affecting Reserve Balances

w znikomym stopniu stwarzają w tych warunkach możliwość wzrostu podaży pieniądza¹². Po drugie, dla wykreowania przez instytucje depozytowe wzrostu podaży pieniądza muszą one chcieć rozwijać akcję kredytowo-pożyczkową. Jak do tej pory banki amerykańskie nie rozwijają akcji kredytowej, wolą pozostawiać ponad 1 bln USD aktywów, czyli około 9% jako niewykorzystywane środki, rezerw płynności. Tak więc wzrost bazy monetarnej, nawet tak silny i w tak krótkim czasie, jest warunkiem koniecznym powstania inflacji, ale nie jest warunkiem wystarczającym.

Silny wzrost aktywów Rezerwy Federalnej w ostatnich czterech miesiącach 2008 roku i towarzysząca mu eksplozja rezerw nadwyżkowych, a tym samym eksplozja bazy monetarnej, spowodowały, jak widać na *Rycinie 12*, natychmiastowy wzrost dynamiki podaży pieniądza M1 i M2, mnożnik działał i popytowa presja inflacyjna ujawniła się. Zwłaszcza silnie reagował agregat M1. Agregat M1 w ostatnich czterech miesiącach 2008 roku zwiększył się o ponad 11% w stosunku do sierpnia 2008 roku. Nieco słabiej reagował agregat M2. Jego wzrost w tym samym okresie wyniósł 5,6%. Wyhamowanie dynamiki wzrostu podaży funduszy rezerwowych w roku 2009 osłabiło wzrost podaży pieniądza M1 i M2, i w połowie 2009 roku miesięczne przyrosty M1 wynosiły tylko 0,03%, a M2 – 0,1%, czyli wzrost odpowiednio 0,4% i 1,2% w skali roku. W drugiej połowie 2009 roku sytuacja zasadniczo nie zmieniła się. Presja inflacyjna wygasła, a wskaźnik wzrostu cen detalicznych, CPI, to spadek, a nie wzrost cen, deflacja. Pierwsza od ponad 50 lat [Treasury Bulletin 2009]. Wzrost bazy

¹² Relacja rezerwy nadwyżkowe/depozyty transakcyjne jest w mianowniku mnożnika pieniężnego; ponieważ preferencja płynności (gotówka/depozyty) pozostaje relatywnie stała, wzrost relacji rezerwy nadwyżkowe/depozyty zmniejsza wartość mnożnika pieniężnego [szerzej zob. Mishkin, 2003, 415].

monetarnej, w wyniku wzrostu rezerw nadwyżkowych, w wyniku transakcji Rezerwy na bazie sekcji 13(3), spowodował tylko przejściowy i niewielki wzrost podaży pieniądza, który szybko wygasł bez żadnych krótkoterminowych inflacyjnych skutków.

Podsumowanie

Fundamentalną różnicą w funkcjonowaniu Rezerwy Federalnej i banków centralnych krajów UE, w tym oczywiście Eurosystemu, jest relacja banku centralnego i rządu¹³. W UE eksponuje się, jako fundament bankowości centralnej, całkowitą niezależność banku centralnego od rządu i organów władzy. Niezależność banku centralnego to filar statutu ESBC i EBC.

W przypadku Rezerwy Federalnej „w złych czasach” kryzysu, nie tyle istotna jest niezależność, co współdziałanie, współpraca i współdecydowanie Rezerwy Federalnej i Departamentu Skarbu. W zakresie decyzji i ich następstw dla bilansu rezerwy po stronie aktywów i pasywów nie ma chyba żadnej istotnej decyzji, która zapadła bez współdziałania Rezerwy i Departamentu Skarbu. Jest to całkowicie logiczne. Sfera realna nie może normalnie funkcjonować bez sprawnie, płynnie i stabilnie działającego rynku długu. Rynek ten może zapewnić, jeśli jest efektywny, transfer środków finansowych z miejsc ich nadmiaru do miejsc ich niedoboru, z miejsc o niskiej efektywności wykorzystania do miejsc o wysokiej efektywności wykorzystania, przy zapewnieniu bezpieczeństwa pożyczkodawcy-inwestora, stosownie do poziomu wynagrodzenia, którego oczekuje za podejmowane ryzyko.

W ujęciu amerykańskim tzw. policy mix, czyli połączenie nastawień władzy monetarnej i fiskalnej, w trudnych czasach może powstawać w ścisłym ich współdziałaniu, a nie jako wypadkowa niezależnych nastawień monetarnych i fiskalnych.

Na gruncie nieodnoszącej się do realnych przypadków teorii obowiązuje twierdzenie, że wzrost długu publicznego tworzy tzw. efekt wypierania inwestycji sektora prywatnego. Jednakże w czasach kryzysu kurczenie się popytu sektora prywatnego, z obiektywnych względów postrzegania przez inwestorów rosnącego ryzyka *defaultu*, rosnącego ryzyka „negatywnej selekcji”, rosnące wydatki publiczne i rozszerzające się aktywa Rezerwy Federalnej wypełniają lukę, jaka powstaje po zanikłym popycie prywatnym.

W znaczącej części skarbowe papiery wartościowe z emisji publicznych są w posiadaniu inwestorów zagranicznych, blisko 50%. W okresie masowej „toksyczności” papierów dłużnych sektora prywatnego i narastającej „toksyczności” papierów dłużnych skarbowych wielu silnie zadłużonych i dalej zadłużających się krajów o słabym ratingu kredytowym (Grecja jest podręcznikowym przykładem), popyt zagranicy na amerykańskie skarbowe papiery wartościowe jest rosnący i większy niż ich podaży, bardzo niskiej (w przypadku bonów skarbowych poniżej 1% PA) stopy zwrotu i zagrożenia spadku ich ceny w przypadku wzrostu poziomu stóp procentowych w USA. Do tej pory kryzys i sposoby jego przezwyciężania środkami fiskalnymi i monetarnymi nie utrudnia Departamentowi Skarbu finansowania potrzeb pożyczkowych ani w kraju, ani za granicą.

¹³ Z wyjątkiem Wielkiej Brytanii i Szwecji.

Reakcję Rezerwy Federalnej na kryzys charakteryzuje „totalne”, koordynowane z władzą fiskalną, stosowane na wielką skalę i skoncentrowane w czasie, zwiększenie podaży płynności i dostępu do niej na wszystkich podstawowych rynkach finansowych¹⁴:

- w krótkim okresie przyjęcie jako celu i faktyczne doprowadzenie operacjami otwartego rynku ceny pieniądza na międzybankowym rynku depozytów O/N do wartości bliskiej zeru,
- objęcie operacjami poprawy płynności *outright* całego rynku finansowego, a więc nie tylko instytucji depozytowych, ale i niedepozytowych: Rezerwa Federalna stała się *the lender of the last resort* dla całego globalnego amerykańskiego rynku finansowego, a poprzez wielkiej skali operacje swapowe z czternastoma bankami centralnymi na świecie, dla globalnego rynku eurodolara,
- koncentracja na trwałej poprawie płynności przez całkowitą rezygnację z operacji repo, sygnalizując tym rynkom trwałe przywiązania do niskiej ceny pieniądza i zapewniania bieżące oraz w przyszłości dostępu do gotówki,
- ścisła koordynacja czasu, instrumentów, skali działania i jego kierunku z rządowymi i kongresowymi instytucjami polityki fiskalnej,
- kreatywne wykorzystanie prawnych i finansowych instrumentów w zwalczaniu następstw kryzysu, np. wykorzystania dla długookresowej naprawy sytuacji w przypadkach, gdy skala problemu stwarza poważne ryzyko systemowe spółek specjalnego przeznaczenia (aktywnie zarządzanych lub technicznych dronów) dla zminimalizowania negatywnych następstw kryzysu; emisja długu publicznego dla ograniczenia rezerw nadwyżkowych,
- koncentracja podejmowanych działań na instytucjach i rynkach finansowych, zgodnie z tezą, że sfera realna rozwiniętej gospodarki nie może efektywnie i bezpiecznie funkcjonować bez sprawnie działających rynków finansowych.

Skoordynowany monetarno-fiskalny policy mix osiągnął na tym etapie najważniejszy cel: powstrzymał dekompozycje rynków finansowych i odbudował rynek międzybankowy transgraniczny w zakresie funduszy rezerwowych przez operacje swapowe i amerykański rynek międzybankowy przez program okna dyskontowego.

Transakcje przeprowadzane przez Rezerwę Federalną w celu przeciwdziałania następstwom kryzysu są odwracalne. Wraz z zanikaniem „szczególnych” okoliczności, upoważniających do skorzystania z sekcji 13(3), czyli dostępu instytucji objętych tą sekcją do kredytów i pożyczek rynkowych, pożyczki Rezerwy Federalnej będą spłacane, a aktywa i pasywa Rezerwy (w tym rezerwy nadwyżkowe) będą maleć, analogicznie, jak obserwujemy to teraz w przypadku akcji swapowej z czternastoma bankami centralnymi i programu okna dyskontowego.

¹⁴ Według B. Bernanke, program realizowany przez Bank Japonii w latach 2001-2006 to ilościowe łagodzenia (QE) nastawienia polityki pieniężnej; koncentracja na celu ilość podaży pieniądza według najwyższej miary, bazy monetarnej, a program realizowany od 2007 roku przez Rezerwę Federalną to kredytowe łagodzenie (CE), koncentracja na takiej kompozycji nabywanych z rynków finansowych i od ich uczestników aktywów, aby nastąpiła poprawa na wielu prywatnych rynkach kredytowych, zmniejszenie różnic w oprocentowaniu pożyczek skarbowych i rynkowych oraz krótko- i długookresowych.

Ostatecznie więc odwiniecie poziomu rezerw nadwyżkowych do stanu sprzed kryzysu i tym samym zmniejszenie bazy monetarnej do pierwotnego poziomu nastąpi wtedy, gdy pieniądze beneficjenci zakupów aktywów przez Rezerwę Federalną, a więc głównie GSE finansujące wtórny rynek hipoteczny i AIG, powrócą do kondycji umożliwiającej im zastąpienie środkami uzyskanymi z rynku obecnego finansowania funduszami federalnymi. Wtedy pozycje te znikną z aktywów Rezerwy Federalnej i oczywiście znikną z jej pasywów, tj. zmniejszą się rezerwy nadwyżkowe instytucji depozytowych.

Łączna reakcja fiskalna i monetarna USA na kryzys to ekstremalnie złagodzona polityka monetarna i gigantyczna podaż płynnych funduszy dolarowych na rynek finansowy, bankowy i niebankowy, krajowy i zagraniczny, wtedy gdy nie było alternatywy dla akcji kredytowej FED i na okresy, gdy taka akcja była wyłącznym źródłem płynności rynku finansowego. Ekstremalnie poluzowana jest również polityka fiskalna – deficyt około 1,8 bln USD, tj. około 10% PKB, ale relatywnie niski dług publiczny, około 50% wartości PKB.

Amerykańskie władze federalne i bank centralny, FED, wyczerpały obecnie możliwości przeciwdziałania następstwom kryzysu środkami fiskalnymi i monetarnymi. Już nie ma wolnej przestrzeni fiskalnej ani możliwości pobudzania popytu pieniężnego dalszym obniżaniem stopy procentowej na rynku międzybankowym, ani też istotniejszego zwiększania podaży funduszy rezerwowych przez wzrost aktywów banku centralnego w wyniku dodatkowej akcji pożyczkowej. Dowodem powodzenia tego bezprecedensowego programu będzie zmniejszanie zaangażowania FED w MBS trzech GSE wtórnego rynku kredytów hipotecznych i zmniejszanie deficytu sektora publicznego ku poziomowi uznawanemu za niedmierny w UE.

Literatura:

Bernanke Ben S., 2009, *The Crisis and the Policy Response*, „Board of Governors of the Federal Reserve System”, January 2009.

Current Economic conditions by Federal Reserve Districts, 2009.

Domestic Open Market Operations During 2008, the markets group of the FRBNY, January 2009

Federal Reserve Statistical Release, Factors Affecting Reserve Balances, 2007-2009.

The Financial 2009, *The Financial Crisis and US Cross-Border Financial Flows*, November 2009.

Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis, IMF Staff Position Note, June 2009.

FRB 2009, *Portfolio composition, interest rates, and income and expense, US banks, 1999-2008*, „Federal Reserve Bulletin”, June 2009.

General Explanations of the Administration's Fiscal Year 2010, Revenue Proposals, Department of the Treasury, May 2009.

Mishkin F. S., 2003, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Addison Wesley.

Monthly Treasury Statement of Receipts and Outlays of the United State Government, for fiscal year 2009.

Samojlik B., 2009a, *Kryzys finansowy: źródła, skutki, kierunki naprawy*, (w:) Osiński J., Sztaba S. (red.), *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, Warszawa.

Samojlik B., 2009b, *Polityka monetarna Rezerwy Federalnej w warunkach kryzysu*, (w:) Osiński J. (red.), *Wymiary kryzysu*, Warszawa, s. 79-97.

Treasury Bulletin 2009, *Treasury Bulletin*, December 2009, Department of the Treasury.

US Department of the Treasury FY 2010, Budget in Brief, May 2009.

SUMMARY

The first time in a history of central banking, an American central bank, FED, accepted an obligation to restore the normal functioning of financial markets. A specific country financial market integrates part of global financial market. There are no a fool feet back between parts of financial markets. An efficient functioning of a certain part of financial market does not mean that the other parts are efficient. Spillover effects

In the end of September of 2008 an American economy lost its fiscal space to stimulate the process of growth through tax cuts and deficit spending. The burden of a stimulation to improve an efficient functioning of the economy has been accepted by the central bank. Contrary to federal government the FED does not have budgetary or federal debt limits. The FED has an unlimited ability to create supply of money and transfer reserve funds, according to section 13(3), not only to depository institutions but to any entity by acceptance of its securities, on one condition it has to preserve a price stability. Since August 2008 FED extensively have been using its money creation power to cover the gap of liquidity creation because of vanished internal and cross-border financial markets. The assets of FED increased almost threefold and on the liability said of its balance sheet there were an unprecedented increase of excess reserves of depository institutions. The enormous liquidity creation by FED restored the cross-border banking relations and swap operations of the FED with major central banks /of the magnitude close to 0,6blnUSD/ are no longer needed. The extensive discount window operations through Term Auction Facility /TAF/ restored liquidity of depository institutions. Acceptance of securities of nonbanking institution endangered by loss of liquidity and ultimately by bankruptcy, and being "too big to fail", helps solving their problems in orderly manner and preserve their existence and liquidity until a final solution. Currently a major FED involvement, on the amount above 1 blnUSD, is in the secondary market mortgage loans GSE / Fannie, Freddie and Geenie/. The exit strategy of the FED from MBS market and return of the excess reserves of the depository institutions to standard level is still open.

In the remarkable short period of time the FED had been able to substitute the lack of the fiscal space of the federal government and its inability, because of a long, formal, politically driven, budgetary procedures, to extend promptly counter recession measures, to substitute non existing interbank market, because the lack of confidence among its participants, of short term funds through the discount window /TAF/ program, to substitute the lack of the financial market for private debt securities /and specifically MBS/, by extensive use of section 13(3) to provide liquidity on the most important segments of that market and specifically to those entities being "too big to fail". Up to now the FED is meeting those extraordinary challenges.

prof. dr hab. Bazyli Samojlik, profesor nadzwyczajny Szkoły Głównej Handlowej, pracownik Zakładu Finansów Publicznych Katedry Skarbowości Kolegium Ekonomiczno-Społecznego Szkoły Głównej Handlowej. Od 17 lipca 1986 roku do 19 września 1988 roku był ministrem finansów w rządzie Zbigniewa Messnera, a następnie do 1991 roku radcą ekonomicznym – ministrem pełnomocnym przy Ambasadzie RP w Waszyngtonie, pełnił również m.in. funkcję wiceprezesa zarządu do spraw finansowych PLL LOT SA oraz przewodniczącego Rady Nadzorczej PKO BP SA. Specjalizuje się w polityce pieniężnej i fiskalnej.