

p-ISSN 2300-4088
e-ISSN 2391-5951
NR 2 (2015)

PROGRESS IN ECONOMIC SCIENCES

**CZASOPISMO NAUKOWE INSTYTUTU EKONOMICZNEGO
PAŃSTWOWEJ WYŻSZEJ SZKOŁY ZAWODOWEJ
IM. STANISŁAWA STASZICA W PILE**



p-ISSN 2300-4088
e-ISSN 2391-5951

Progress in Economic Sciences

**Rocznik Naukowy Instytutu Ekonomicznego
Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej im. Stanisława Staszica
w Pile**

Nr 2 (2015)

Wersja elektroniczna czasopisma jest wersją pierwotną



© Copyright by **Wydawnictwo Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej
im. Stanisława Staszica w Pile**

Piła 2015

p-ISSN 2300-4088
e-ISSN 2391-5951

Przygotowanie i druk:
KUNKE POLIGRAFIA, Inowrocław

Łukasz KLUCZYŃSKI*

Antykryzysowa polityka pieniężna na przykładzie wybranych banków centralnych w latach 2007–2011

Wstęp

Wystąpienie kryzysu finansowego w pierwszej dekadzie XXI wieku sprawiło, iż standardowa polityka monetarna większości banków centralnych na świecie, stała się nieskuteczna w walce z malejącą aktywnością gospodarczą uczestników rynku. Prowadzenie polityki pieniężnej w normalnych warunkach, sprowadza się głównie do oddziaływania banków centralnych na wysokość stóp procentowych rynku międzybankowego, które następnie wyznaczają cenę pieniądza dla podmiotów gospodarczych (m.in. w postaci wysokości oprocentowania kredytów). Załamanie na rynkach finansowych, które miało miejsce podczas ostatniego kryzysu, wymusiło na władzach monetarnych w pierwszej kolejności obniżanie stóp procentowych. W przypadku niektórych banków centralnych, ich poziom osiągnął wartość zerową. Tym samym standardowy instrument polityki pieniężnej stał się nieskuteczny. Rosnąca niepewność wśród uczestników rynku, która objawiała się m.in. w niechęci do udostępniania kapitału oraz brak dalszej możliwości obniżania stóp procentowych, wymusiła na niektórych bankach centralnych modyfikacje istniejącego instrumentarium polityki pieniężnej, a nawet wprowadzenie działań niekonwencjonalnych. Ich celem było zasilanie sektora finansowego w kapitał, dzięki czemu zwiększyła się jego stabilność i płynność, a banki zostały wyposażane w środki, które następnie mogły przeznaczać m.in. na akcję kredytową. Ostatni kryzys finansowy był kryzysem o zasięgu globalnym, jednak jego wpływ na poszczególne kraje nie był identyczny. Inny był także kształt i charakter prowadzonej polityki monetarnej, który uzależniony był od wpływu kryzysu na sferę realną gospodarki.

* Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.

Kryzys finansowy pierwszej dekady XXI wieku – przyczyny i skutki

Kryzys finansowy, który rozpoczął się w sierpniu 2007 roku, spowodował załamanie gospodarcze najpierw w USA, a następnie na całym świecie. Jego początki związane są z bańką spekulacyjną na rynku nieruchomości, nowoczesną inżynierią finansową, która przyczyniała się do „maskowania” ryzyka, nieodpowiednim *risk management* niektórych instytucji finansowych oraz brakiem dostatecznej kontroli ze strony organów nadzorujących rynek.

Rozpatrywanie przyczyn kryzysu należy rozpocząć od uwarunkowań legislacyjnych w USA. Już w latach 40. XX w., utworzono dwie instytucje: Fannie Mae oraz Freddie Mac, a główne zadanie tej ostatniej, to emisja papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami hipotecznymi, czyli tzw. sekurytyzacja. Głównym zadaniem Fannie Mae i Freddie Mac było ułatwianie ludziom o niskich dochodach zdobycia finansowania w postaci kredytu, a program *National Homeownership Strategy* dodatkowo utrudnił bankom ocenę wiarygodności kredytowej swoich klientów [Hołubowicz 2011, s. 108–109]. Ułatwione procedury to dopiero „połowa sukcesu”, ponieważ do wzrostu akcji kredytowej banków, bezpośrednio przyczyniło się także luzowanie polityki monetarnej, a kombinacja tych dwóch czynników spowodowała eksplozję kredytów hipotecznych w USA.

Zbyt mało restrykcyjna polityka pieniężna amerykańskiej Rezerwy Federalnej oraz nieodpowiednie rozwiązania prawne spowodowały, że ceny nieruchomości w USA wzrastały sukcesywnie z roku na rok (w latach 2001–2006 ich wartość zwiększyła się o około 50%). Powyższe czynniki sprawiały, że dostępność niskooprocentowanych kredytów wzrastała, a to napędzało z kolei akcje kredytowe banków hipotecznych, których działalność przyczyniła się do powstania bańki spekulacyjnej na amerykańskim rynku nieruchomości, a jej pęknięcie z kolei, wywołało kryzys finansowy, który przeniósł się na sferę realną.

Rozluźnianie polityki monetarnej przez FED wynikało m.in. z faktu, iż inflacja w USA malała od dwóch dekad, a luka PKB permanentnie się powiększała, stwarzając tym samym zagrożenie deflacyjne dla amerykańskiej gospodarki. Powodowało to ciągłe obniżanie stóp procentowych, jednak z czasem wpływ tego zabiegu na poziom inflacji był coraz mniej zauważalny. Między lipcem 2000 roku, a lipcem 2001 roku, FED obniżył stopy procentowe z 6,5% do 1,1% i na takim poziomie zostały utrzymane przez kolejne 5 lat. Sprawilo to, że rynkowy koszt kredytu został zredukowany do minimum, a wartość udzielonych kredytów m.in. hipotecznych określanych mianem *subprime*¹, w latach

¹ Kredyty *subprime* są oferowane osobom, które nie posiadają odpowiedniej zdolności kredytowej, wymaganej przy zaciąganiu kredytu w banku. Kredytobiorcami są zatem ryzykowne podmioty, które w przyszłości mogą nie być w stanie spłacać swoich zobowiązań. Ze względu na wysokie ryzyko kredytowe posiadają one odpowiednio wyższe oprocentowanie.

2001–2006 wzrosła z 94 do 685 miliardów dolarów. Dodatkową zachętą dla potencjalnych kredytobiorców na zaciąganie kolejnych zobowiązań były nowoczesne usługi finansowe m.in. ARM² (*Adjustable – Rate Mortgage*). W kolejnych latach polityka monetarna została zaostrzona, a kredyty *subprime* stały się zbyt drogie, czego efektem był spadek cen nieruchomości i tempa inwestycji spekulacyjnych. Kredytobiorcy mieli coraz większe problemy ze spłatą kredytów z rosnącymi ratami, a jednocześnie nie mieli możliwości odzyskania zainwestowanych pieniędzy ze sprzedaży taniejących nieruchomości. Banki zaczęły przejmować zabezpieczenia kredytów ponieważ wzrastał odsetek niespłacanych zobowiązań. W ten sposób rozpoczął się kryzys finansowy nazywany kryzysem *subprime* [Baily, Litan i Johnson 2008, s. 7–9].

Nowoczesne rozwiązania w zakresie kredytów hipotecznych przyczyniły się do powstania procesu ich sekurytyzacji. Polegało to na łączeniu podobnych kredytów w pakiety, które następnie sprzedawane były inwestorom za pośrednictwem spółek specjalnego przeznaczenia – SPV. Zachęteni wysokimi stopami zwrotu i ratingami potwierdzającymi ich bezpieczeństwo, inwestorzy krajowi i zagraniczni nabywali obligacje dłużne CDO (*Colletarized Debt Obligatnions*). Ze środków otrzymanych ze sprzedaży obligacji dłużnych, banki mogły udzielać kolejnych kredytów, które stały się dostępne nawet dla ryzykownych podmiotów o niskiej wiarygodności kredytowej, powodując dalsze „dmuchanie” bańki spekulacyjnej. Dopiero podwyższenie stóp procentowych przez amerykański FED sprawiło, że banki ograniczyły dostępność finansowania, ceny nieruchomości spadały, rosła liczba niespłacanych kredytów, a posiadacze CDO ponieśli dotkliwie straty finansowe. W wyniku spadku zaufania i wzrostu niepewności na rynkach, obligacje dłużne zaczęły szybko tracić na wartości, a banki które posiadały niedawno wyemitowane i jeszcze niesprzedane CDO musiały je odpisać jako straty finansowe, a ich niewypłacalność była bezpośrednią przyczyną kryzysu [Nieborak 2010, s. 100–101]. Papiery wartościowe takie jak CDO, były zabezpieczone instrumentami CDS (*Credit Default Swap*), które pełniły rolę ubezpieczenia dla aktywów finansowych zabezpieczonych hipotecznie. Dodatkowo skomplikowało to sytuację na rynkach, ponieważ w wyniku pęknięcia bańki spekulacyjnej problemy z wypłacalnością obok sektora bankowego, miał także sektor ubezpieczeniowy, który poprzez wystawianie CDS gwarantował bezpieczeństwo CDO [Baily, Litan i Johnson 2008, s. 32].

Kryzys finansowy zapoczątkowany w USA rozprzestrzenił się także na gospodarki innych krajów i ma on zatem charakter kryzysu globalnego, oddziałującego negatywnie na sferę realną. Jedne kraje odczuły go w większym

² ARM to rodzaj kredytu hipotecznego w którym początkowo oprocentowanie jest niskie i stałe, lecz po ustalonym okresie zaczyna obowiązywać oprocentowanie zmienne powiązane z konkretnym indeksem np. LIBOR. Niższe oprocentowanie kredytów hipotecznych zachęcało inwestorów do korzystania z ARM w warunkach rosnących cen nieruchomości i chęci zarobienia na drożących aktywach.

stopniu, np. USA zmagające się z deficytem na rachunku obrotów bieżących, malejącym PKB, wysokim bezrobociem i rosnącym deficytem budżetowym, część krajów strefy euro, stanęły na krawędzi bankructwa (m.in. Grecja i Islandia), a inne w mniejszym stopniu zostały dotknięte globalnym kryzysem jak np. Polska, gdzie sektor bankowy podczas kryzysu odnotował znaczące zyski.

Konsekwencją negatywnych zjawisk na rynkach, które miały miejsce w latach 2007–2009, było znaczące ograniczenie płynności sektora finansowego w wyniku spadku zaufania, wzrostu niepewności i jednocześnie niechęci do udzielania pożyczek i kredytów. Wystąpienie wyżej omawianego kryzysu finansowego stanowiło zatem poważne wyzwanie dla większości banków centralnych, które musiały czasami dość drastycznie przekonwertować swoje instrumentarium [por. Błaszczuk 2011b, s. 329–341], by skutecznie zapobiegać pogłębianiu się recesji i w jak najkrótszym czasie przywrócić równowagę gospodarczą, zbliżoną do sytuacji sprzed kryzysu [Marek i Wieczorek-Szymańska 2011, s. 232–233]. W dalszej części niniejszej publikacji zostanie przedstawiona polityka pieniężna takich banków centralnych jak System Rezerwy Federalnej, Europejski Bank Centralny i Narodowy Bank Polski w odpowiedzi na kryzys finansowy pierwszej dekady XXI wieku.

Polityka pieniężna Systemu Rezerwy Federalnej w latach 2007–2011

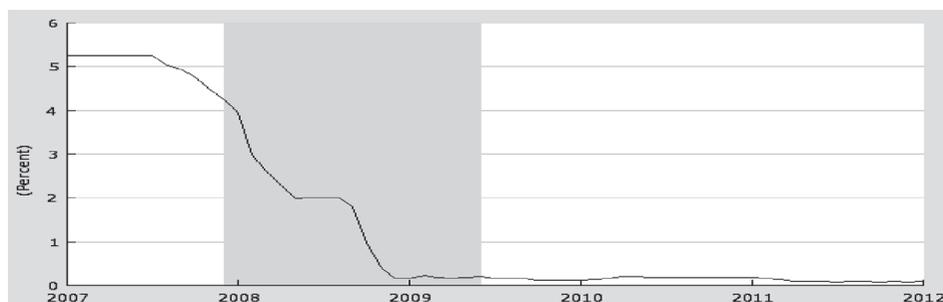
System Rezerwy Federalnej (*Federal Reserve System – FED*) jest przykładem banku centralnego, który niezwykle dynamicznie zareagował na kryzys finansowy. Część działań władz monetarnych była podobna do rozwiązań stosowanych przez inne banki centralne, jednak FED wprowadził również wiele nietypowych rozwiązań w swojej polityce pieniężnej. Początkowo w celu stymulowania gospodarki stosowano standardowe instrumenty, jak obniżki stóp procentowych, czy operacje otwartego rynku (faza 1), następnie standardowe instrumenty modyfikowano wraz z pogarszaniem się sytuacji gospodarczej (faza 2), a ostatecznie władze pieniężne zmuszone były do stosowanie instrumentów niestandardowych (faza 3) [por. Błaszczuk 2011a, s. 58–82].

Wykres 1 pokazuje jak zmieniała się efektywna stopa funduszy Systemu Rezerwy Federalnej. Jest to stopa procentowa, po której banki pożyczają sobie środki na okres jednej doby (*overnight*). FED wpływa na nią przeprowadzając operacje otwartego rynku i jest ona punktem odniesienia dla m.in. oczekiwanych inflacyjnych oraz długoterminowych stóp procentowych, czyli wyznacza długookresową cenę pieniądza na rynku. Począwszy od września 2007 roku, Rezerwa Federalna dziesięciokrotnie obniżała stopy procentowe, rozpoczynając od poziomu 5,25% i kończąc na okolicy zera w grudniu 2008. Od tego momentu do końca 2011 roku, stopa procentowa wahała się w przedziale

od 0%-0,25%. Amerykańskie władze monetarne ponadto zobowiązały się do utrzymywania niskich stóp procentowych do momentu, gdy bezrobocie spadnie poniżej poziomu 6,5% [Labonte 2013, s. 1]. Można w tym przypadku mówić o problemie zerowej granicy nominalnych stóp procentowych. W kontekście omawianego kryzysu nie dotyczył on wyłącznie Rezerwy Federalnej, lecz wielu banków centralnych na całym świecie.

Dynamiczne obniżanie stóp procentowych, jak wspomniano wyżej, nasiliło oczekiwania inflacyjne. W 2008 roku gwałtowny wzrost stopy inflacji w USA wzbudził niepokój uczestników rynków finansowych. Ten nagły wzrost cen można tłumaczyć jednak narastającym popytem na surowce, szczególnie na rynkach wschodzących, co w konsekwencji przełożyło się na wyższą stopę inflacji. W celu zapewnienia stabilności na rynkach finansowych FED informował uczestników rynku o kształcie i kierunkach prowadzonej polityki monetarnej, by wpływać na oczekiwania inflacyjne społeczeństwa, nie chcąc doprowadzić do wystąpienia w nim nadmiernej niepewności [Bernanke 2009]. Zatem, mimo obniżenia stóp procentowych do okolic zera oczekiwania inflacyjne społeczeństwa nie zwiększyły się znacząco.

Wykres 1. Efektywna stopa funduszy Systemu Rezerwy Federalnej w latach 2007–2012



Źródło: Federal Reserve Economic Data.

W pierwszej fazie działań antykryzysowych, FED w celu zapewnienia krótkoterminowej płynności i obniżenia kosztów kapitału dla sektora bankowego zmniejszył także *spread* między stopą dyskontową³, a stopą funduszy Rezerwy Federalnej ze 100 do 25 punktów bazowych (od sierpnia 2008 r.) oraz wydłużył okres pożyczek z okna dyskontowego do 90 dni (wcześniej *overnight*). Na wykresie 2 przedstawiona została zmiana stopy dyskontowej (linia przerywana).

³ Stopa dyskontowa wyznacza koszt pozyskiwania kapitału w banku centralnym. W przypadku FED jest ona ustalana niezależnie przez zarząd każdego banku należącego do systemu co 14 dni i wymaga zatwierdzenia przez Radę Gubernatorów. Pierwotnie banki należące do Systemu Rezerwy Federalnej ustalały własną stopę dyskontową odzwierciedlającą cenę pieniądza w swoim regionie, obecnie jest ujednolicana dla całego kraju.

Wykres 2. Wysokość stopy dyskontowej (linia przerywana) i wartość udzielonych pożyczek instytucjom finansowym w miliardach dolarów (linia ciągła) w USA w latach 2007–2012



Źródło: Federal Reserve Economic Data.

Dnia 16 grudnia 2008 roku Rada Gubernatorów ustaliła jej wysokość na poziomie 50 punktów bazowych i była ona najniższa od czasu zakończenia drugiej wojny światowej. Czerwona linia na wykresie pokazuje wartość udzielonych pożyczek w ramach okna dyskontowego. Pod koniec 2008 osiągnęła ona rekordową wartość niemal 111 miliardów dolarów i od tego momentu do połowy 2010 roku występował stopniowy zanik korzystania z tego źródła finansowania wynikający, z poprawy płynności amerykańskiego sektora bankowego [Econ 2008].

Z racji tego, że płynność amerykańskiego dolara mogła zostać zachwiana na rynkach międzynarodowych, FED zawarł dwustronne umowy swapowe z 14 bankami centralnymi (Australia, Brazylia, Dania, Japonia, Kanada, Korea Płd., Meksyk, Norwegia, Nowa Zelandia, Singapur, Szwajcaria, Szwecja, Wielka Brytania, strefa euro) umożliwiające im nabywanie dolara bezpośrednio od Rezerwy Federalnej i zapewnienie jego płynności nawet przed rozpoczęciem pracy amerykańskich dilerów. Zabieg ten znacznie zmniejszył presję na rynku i ograniczył wzrost stóp procentowych [Tymoczko 2010, s. 113].

System Rezerwy Federalnej w okresie kryzysu finansowego przeprowadzał liczne operacje otwartego rynku. Obserwując wartościową zmianę operacji repo w czasie kryzysu można wnioskować, że osiągały one bardzo wysokie kwotowania, które w pierwszej połowie 2008 r. wynosiły niemal 130 miliardów dolarów. Jednak w wyniku turbulencji na rynkach finansowych, rynek operacji repo został ograniczony praktycznie do zera, zatem amplituda wahań była bardzo duża (od 0 do 126,1 miliarda dolarów) [Federal Reserve Bank of New York 2009, s. 4–6]. Ograniczenie operacji warunkowych kupna wynikało między innymi z niepewności na rynkach, co doprowadziło do wzrostu ich oprocentowania. Spread pomiędzy trzymiesięczną stopą międzybankową w Londynie (LIBOR), a stopą funduszy federalnych wzrósł z poziomu 50 do 90 punktów bazowych we wrześniu 2008 r. Powodem tego był wzrost ryzyka płynności oraz ryzyka kredytowego postrzeganego przez uczestników rynku. Konsekwencją tej sytuacji był także spadek obrotów na amerykańskim rynku

międzybankowym, ponieważ kredytobiorcy nie mogli uzyskać środków po oferowanych stopach procentowych. FED początkowo próbował stabilizować efektywną stopę funduszy za pomocą operacji otwartego rynku. Cel został osiągnięty tylko dla stawki *overnight*, ponieważ terminowe stopy procentowe nadal poruszały się w górę, co oznaczało rosnącą niechęć banków do pożyczania pieniędzy [McAndrews, Sarkar i Wang 2008, s. 1].

Amerykańska Rezerwa Federalna zareagowała na problemy w płynności sektora bankowego i wprowadziła 12 grudnia 2007 roku program *Term Auction Facility* (TAF). Przeznaczony on był dla uprawnionych instytucji depozytowych, posiadających niedobór kapitałowy i organizowany był w formie 28 i 84 dniowych aukcji kredytowych. Od standardowych operacji otwartego rynku różnił się rozszerzonym wachlarzem zabezpieczeń i szerszym gronem uczestników. W połowie 2008 roku wielkość środków na jedną aukcję w ramach TAF wynosiła aż 150 miliardów dolarów, lecz nie była ona w pełni wykorzystywana, więc FED stopniowo ją obniżał. Do końca 2009 r. wartość pożyczonych środków wynosiła ok. 460 miliardów dolarów (wykres 3) [Federal Reserve Bank of New York 2009, s. 24]. Program wygasł 8 kwietnia 2010 roku.

Kolejnym programem wprowadzonym w marcu 2008 roku przez FED, mającym na celu poprawę płynności na rynku międzybankowym był *Term Securities Lending Facility* (TSLF). Umożliwił on uczestnikom rynku posiadającym status *primary dealers* (są to dealerzy rynku pieniężnego – podmioty upoważnione do uczestnictwa w przetargach na skarbowe papiery wartościowe organizowane przez bank centralny) pożyczanie bezpośrednio od Rezerwy Federalnej skarbowych papierów wartościowych (SPW) pod zastaw innych aktywów o mniejszej płynności, co powodowało, że operacje te nie zmieniały struktury bilansu banku centralnego. TSLF umożliwił pożyczanie SPW o wartości do 200 miliardów dolarów na okres 28 dni. Przyczyną wprowadzenia TSLF było gwałtowne zwiększenie się spreadów o średnio 50 punktów bazowych pomiędzy SPW, a papierami agencji MBS⁴ (w latach 1992–2006 spready wahały się między 2 a 5 punktów bazowych), w wyniku czego pożyczkobiorcy na rynku repo musieli dostarczać jako zabezpieczenie aktywa o najwyższej płynności. Wprowadzenie tego programu miało zatem na celu „wyposażenie” *primary dealers* w SPW, które mogły zostać następnie wykorzystane w operacjach otwartego rynku do pozyskania niższej oprocentowanego kapitału niż w przypadku innych aktywów. Początkowo FED jako zabezpieczenie przyjmował typowe aktywa dla operacji otwartego rynku jak papiery skarbowe, dłużne papiery agencji⁵ i papiery agencji MBS. Później wachlarz zabezpieczeń został rozszerzony o dłużne papiery komunalne MBS, papiery korporacyjne MBS, obligacje zabezpieczone CMO (*Collateralized*

⁴ MBS agencji (*Mortgage – backed securities*) to emitowane przez quasi – agencje rządowe GSE (*government – sponsored enterprises*) papiery wartościowe. Do GSE zaliczane są takie przedsiębiorstwa jak Ginnie Mae, Fannie Mae i Freddie Mac.

⁵ Obligacje dłużne o niskim ryzyku emitowane przez GSE i inne powiązane podmioty.

Mortgage Obligations) i papiery zabezpieczone aktywami ABS (*Asset – Backed Securities*). Wszystkie powyższe aktywa finansowe musiały posiadać wysokie ratingi nadane przez uznane agencje ratingowe na poziomie AAA lub Aaa. Wartość środków dostępnych na pierwszej aukcji wynosiła 75 miliardów dolarów, a w maju 2008 wysokość pożyczek w ramach TSLF osiągnęła aż 160 miliardów i utrzymywała się na poziomie około 100 miliardów przez kolejny rok z trendem malejącym (wykres 3). Efektem wprowadzenia programu było zmniejszenie się spreadów na rynkach finansowych, co spowodowało spadek kosztów kapitału na rynku i jednocześnie zmniejszenie zainteresowania TSLF, który zakończył się w lutym 2010 roku [Fleming, Hung i Keane 2009, s. 2–5].

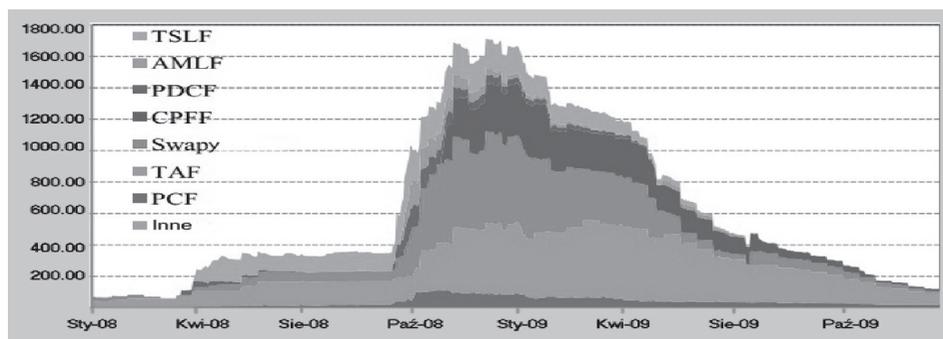
Ostatnim programem, który podobnie jak TAF i TSLF stworzony był w oparciu o modyfikacje standardowych instrumentów polityki pieniężnej jest program PDCF (*Primary Dealer Credit Facility*) który wprowadzono w marcu 2008 roku; polegał na udostępnieniu dealerom rynku pieniężnego kredytu *overnight*. Największa wartość pożyczonych środków wynosiła ok. 140 miliardów pod koniec 2008 roku i spadła do zera w maju 2009 roku (wykres 3). Program formalnie wygasł 1 lutego 2010 roku [Federal Reserve Bank of New York 2010, s. 19].

System Rezerwy Federalnej zdecydował się również na wprowadzenie niekonwencjonalnych rozwiązań i 7 października 2008 roku; utworzył program *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF). Polega on na nabywaniu zarówno zabezpieczonych jak i niezabezpieczonych, trzy miesięcznych papierów komercyjnych – *Commercial Papers* (CP) i *Asset – backed Commercial Papers* (ABCP) za pomocą utworzonej przez FED spółki specjalnego przeznaczenia, która nabywała powyższe papiery z dyskontem i przetrzymywała do terminu wykupu. Inwestorzy nabywający CP oczekiwali dodatkowego zabezpieczenia będącego gwarancją spłaty. Polegało one na wydawaniu przez banki akredytywy do papierów komercyjnych, która w razie niewypłacalności kredytobiorcy zapewniała zwrot pożyczonych środków, np. w terminie wykupu papierów [Anderson 2009]. W styczniu 2009 roku w ramach CPFF pożyczono 340 miliardów dolarów (wykres 3) i było to maksimum w ciągu istnienia tego programu, który zakończył się w lutym 2010 roku.

Innym niekonwencjonalnym programem wprowadzonym we wrześniu 2008 roku był *Asset – Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF). Polegał on na wyposażeniu instytucji depozytowych w środki potrzebne na sfinansowanie zakupu papierów komercyjnych zabezpieczonych na aktywach (ABCP) z rynku pieniężnego. AMLF został stworzony z dwóch powodów. Pierwszym było zwiększenie płynności na rynku ABCP, drugim zapewnienie środków dla funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego, które po upadku Lehman Brothers spotkały się z problemem masowego umarzania jednostek uczestnictwa, a wyposażenie w kapitał pozwoliło zapobiec nadmiernemu spadkowi ich wartości. Nadzwyczajność tego programu polegała na tym, że FED bezpośrednio finansował banki, które następnie kupowały ABCP z wy-

sokimi ratingami, stanowiące zabezpieczenie tej pożyczki w proporcji 1:1. Po drugie ABCP w normalnych warunkach nie występują w portfelach instytucji depozytowych, co także potwierdza niekonwencjonalność AMLF [Duygan-Bump i in. 2010, s. 1–3]. Początkowo program spotkał się z dużym zainteresowaniem i już w ciągu pierwszych 10 dni udzielono pożyczek opiewających na kwotę 150 miliardów dolarów (wykres 3). AMLF zakończył się w lutym 2010 roku. Innym programem stworzonym 21 października 2008 roku w celu poprawy płynności rynku pieniężnego był *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF). Miał on polegać na finansowaniu kilku prywatnych spółek celowych, które otrzymały zadanie nabywania od inwestorów kwalifikowanych niektórych instrumentów rynku pieniężnego (certyfikaty depozytowe) i komercyjnych papierów wartościowych (ABCP i CP), spełniające odpowiednie wymogi inwestycyjne. Miały być one tym samym zabezpieczeniem dla pożyczek udzielanych tym spółkom przez FED, opiewające na 90% wartości zakupionych aktywów, przetrzymywanych do terminu wykupu (maksymalnie 90 dni) [Federal Reserve 2008]. Przykładowo dla zabezpieczenia pożyczki w wysokości 900 zł należy dostarczyć zabezpieczenie w wysokości 1000 zł, co oznacza, że różnica stanowi zabezpieczenie dla kredytodawcy w przypadku utraty wartości danego papieru wartościowego. W styczniu 2009 r. do MMIFF dopuszczono także innych uczestników rynku pieniężnego np. fundusze emerytalne. Inwestorzy kwalifikowani nie uczestniczyli jednak w tym programie, który zakończył się w październiku 2009 roku [Federal Reserve Bank of New York 2010, s. 16].

Wykres 3. Zestawienie krótkoterminowych pożyczek i programów płynnościowych Systemu Rezerwy Federalnej (wartości w miliardach dolarów) w latach 2008–2009



Źródło: Federal Reserve Bank of New York.

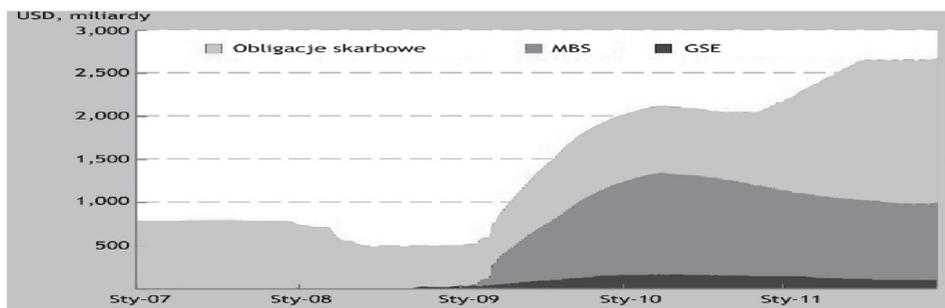
Ostatnim już programem wprowadzonym przez FED 25 listopada 2008 roku był *Term Asset – Backed Securities Loan Facility* (TALF). Główny jego cel to finansowanie (3 lub 5-letnie) podmiotów gospodarczych (gospodarstw domowych i przedsiębiorstw) pod zastaw zabezpieczonych aktywów (ABS), takich jak portfele kredytów konsumenckich, czy komercyjnych. Papiery wartościowe były emitowane w oparciu o m.in. kredyty samochodowe, studenckie,

czy pożyczki w ramach kart kredytowych. Pierwsze operacje z TALF rozpoczęły się w marcu 2009 roku w oparciu o wyżej wymienione, niezabezpieczone hipotecznie ABS. Później listę możliwych zabezpieczeń rozszerzono o inne ABS oraz o zabezpieczone hipotecznie papiery komercyjne CMBS (*Commercial Mortgage – Backed Securities*) [Federal Reserve Bank of New York 2010]. Wszystkie aktywa będące przedmiotem zabezpieczenia musiały spełniać odpowiednie wymagania w postaci oceny AAA, nadanej przez co najmniej dwie uznane w kraju agencje ratingowe. Dla większej efektywności programu utworzono spółkę specjalnego przeznaczenia TALF LCC, która mogła skupować aktywa z TALF, zwrócone przez ich właścicieli Rezerwie Federalnej. Stanowiło to zabezpieczenie dla inwestorów, jednak do końca 2011 roku spółka nie odkupiła żadnych papierów wartościowych. TALF otrzymał także wsparcie rządu – TARP (*Troubled Asset Relief Program*), który miał dodatkowo stabilizować sytuację na rynkach finansowych. Największą wartość pożyczek w ramach TALF osiągnięto w marcu 2010 roku i wynosiła ona 48,5 miliarda dolarów, a na koniec 2011 roku już tylko 9 miliardów dolarów, co wynika z wykupu, czy umorzenia aktywów. Wprowadzenie tego programu znacznie poprawiło płynność na rynku ABS i CMBS, a tym samym przyczyniło się do obniżenia spreadów na rynku [Federal Reserve Bank of New York 2011].

FED także udzielał wsparcia niektórym instytucjom finansowym, które odgrywają kluczową rolę na rynku. W marcu 2008 roku Rezerwa Federalna dostarczyła środków na przejęcie Bear Sterns przez JP Morgan. FED także zapewnił wsparcie dla AIG (American International Group), Citygroup i Bank of America [Fleming i Klagge 2011, s. 3].

Począwszy od 2009 roku w bilansie FED następowały znaczące zmiany na skutek wykupu obligacji skarbowych, obligacji instytucji wspieranych przez rząd GSE (*Government Sponsored Enterpris*) oraz aktywów finansowych zabezpieczonych hipotecznie MBS. Powyższe aktywa przechowywane i zarządzane są na specjalnym rachunku SOMA (*System Open Market Account*). Na wykresie 4 przedstawiono strukturę bilansu składającą się z wyżej wymienionych papierów wartościowych.

Wykres 4. Struktura i wartość aktywów krajowych w bilansie FED



Źródło: Federal Reserve Bank of New York.

Ich zakup na dużą skalę spowodował, że portfel obligacji skarbowych wzrósł w latach 2007–2011 z 300 miliardów dolarów do 1,7 biliona dolarów i stanowił aż 64% całego bilansu, z kolei wartość MBS wzrosła w omawianym okresie od zera (ponieważ wcześniej ten rodzaj aktywów nie występował w bilansie Rezerwy Federalnej) do 871 miliardów dolarów, a portfel papierów wyemitowanych przez agencje (GSE) wynosił na koniec 2011 roku 90 miliardów dolarów. Podsumowując, suma bilansowa amerykańskiego banku centralnego w omawianym okresie wzrosła o ponad 300% i wynosiła na koniec 2011 roku około 2,6 biliona dolarów, co stanowi największą wartość w jego historii [Zdanowicz i Świerczyńska 2010].

W 2009 roku System Rezerwy Federalnej rozpoczął pracę nad programem, mającym na celu stopniowe wycofywanie kapitału, zakumulowanego w sektorze bankowym w okresie kryzysu finansowego. Są to trójstronne operacje reverse repo (*triparty reverse repurchase agreements*)⁶, które polegają na zwrocie przetrzymywanych przez FED papierów wartościowych do ich właścicieli w zamian za środki pieniężne. Amerykański bank centralny 27 lipca 2011 r. rozpoczął przeprowadzanie powyższych operacji na małą skalę w obrębie wybranych podmiotów. Operacje te miały charakter testu, tak aby w przyszłości przeprowadzać je co dwa miesiące ze wszystkimi uprawnionymi uczestnikami rynku [Durden 2011].

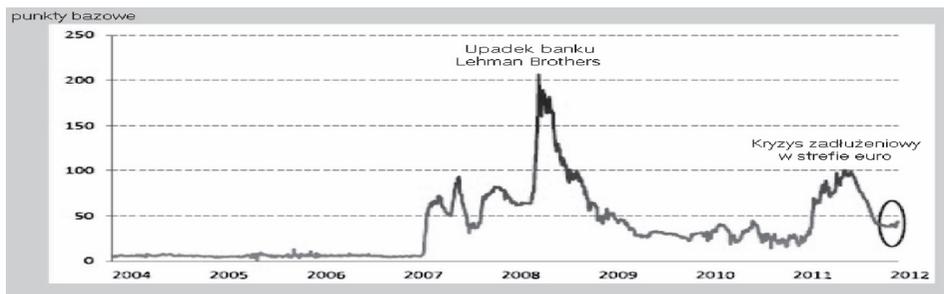
W okresie kryzysu FED, oprócz działań standardowych, wprowadził także niekonwencjonalne rozwiązania w swojej polityce pieniężnej, mające na celu pobudzenie gospodarki i dostarczenie jej płynności na odpowiednim poziomie; zapewniał wypłacalność instytucji finansowych oraz dostępność kredytów dla podmiotów gospodarczych. Według wielu ekonomistów działania Rezerwy Federalnej pozwoliły na uniknięcie paniki na rynkach oraz skróciły okres trwania recesji gospodarczej. Efektem tego było drastyczne zwiększenie sumy bilansowej, a po okresie kryzysowym konieczne było jej stopniowe redukcje w ramach strategii wyjścia (*exit strategies*). Podsumowując, działania FED w okresie kryzysu były skuteczne, ponieważ dzięki szybkiej reakcji władz monetarnych, płynność i stabilność sektora finansowego w USA została przywrócona oraz nie doszło do paniki wśród uczestników rynku. Również dynamika poziomu cen oraz PKB powróciły do poziomu sprzed kryzysu, a od 2010 roku maleje także stopa bezrobocia. Zatem gospodarka amerykańska, dzięki skutecznej polityce pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej, stopniowo wraca do stanu równowagi.

⁶ Operacje trójstronne repo lub reverse repo, polegają na tym, że w transakcji występuje podmiot trzeci tzw. agent (bank depozytariusz lub krajowy depozyt papierów wartościowych), który odpowiedzialny jest za codzienną wycenę papierów wartościowych i przetrzymywanie zabezpieczeń o odpowiedniej wartości. Operacje trójstronne redukują koszty operacyjne związane z rozliczeniami między podmiotami oraz ograniczają ryzyko kredytowe [Tymoczko 2010, s. 122–123].

Polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego w latach 2007–2011

W odpowiedzi na kryzys finansowy z połowy 2007 roku Europejski Bank Centralny (EBC), oprócz standardowych instrumentów polityki pieniężnej, zastosował także wiele niekonwencjonalnych rozwiązań w celu zapobiegania recesji, zapewnienia płynności dla podmiotów gospodarczych (zarówno finansowych, jak i niefinansowych) i w efekcie przywrócenia stabilności na rynkach. Jednak w przeciwieństwie do FED nie wprowadzał on nowych programów pomocowych, lecz dokonał jedynie modyfikacji istniejącego już instrumentarium. Pojawienie się kryzysu finansowego spowodowało, że transakcje międzybankowe zaczęły ograniczać się jedynie do krótkich terminów, co znajduje odzwierciedlenie w rosnących spreadach [Tymoczko 2010, s. 123]. Na wykresie 5 został pokazany spread między oprocentowaniem 3-miesięcznych transakcji niezabezpieczonych (EURIBOR) a 3-miesięcznym OIS⁷. Widać, że w wyniku wzrostu niepewności spread zwiększył się początkowo do niespełna 100 punktów bazowych, a po upadku banku Lehman Brothers do przeszło 200 punktów bazowych.

Wykres 5. Spread między 3M EURIBOR a 3M OIS w strefie euro w latach 2004–2012



Źródło: Bloomberg.

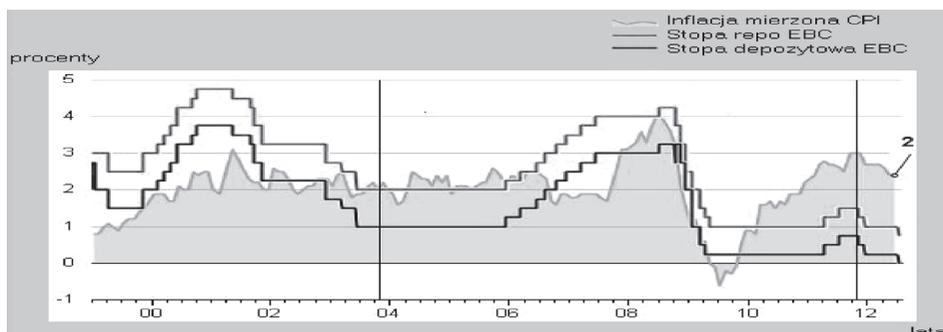
W wyniku napięć na rynkach finansowych wzrosła premia za ryzyko, a banki ze względu na spadek zaufania stały się mniej skłonne do pożyczania środków na rynku międzybankowym. EBC natychmiast zareagował na powyższą sytuację poprzez zapewnienie płynności w postaci zabezpieczonych pożyczek *overnight*, dostarczając w ten sposób sektorowi finansowemu około

⁷ EURIBOR to międzybankowa stopa procentowa depozytów terminowych w strefie euro, która wyznacza cenę pieniądza na tym rynku. Jest ona wyznaczana jako średnia ze stóp procentowych blisko 60 największych banków w strefie euro. OIS to indeksowana stopa overnight swapów (*overnight index swap*) składa się z części stałej zależnej od kontraktu i części zmiennej opartej na konkretnej stopie overnight np. Federal Funds Rate. Stopa ta jest uważana za dobry miernik ceny pieniądza na rynku międzybankowym.

95 miliardów euro już pierwszego dnia. W kolejnych miesiącach EBC przeprowadzał dodatkowe operacje refinansujące o terminach zapadalności od 3 do 6 miesięcy, które miały na celu zmniejszenie niepewności w kontekście finansowania długoterminowego, jednocześnie zachęcając banki do dalszego udzielania kredytów podmiotom gospodarczym. W tym samym czasie ograniczono dostępność finansowania krótkoterminowego. W celu zmniejszenia niepewności na rynku walutowym na podstawie umowy swapowej z Rezerwą Federalną, EBC dostarczał płynności amerykańskiej waluty w oparciu o nominowane w euro zabezpieczenia (EUR/USD). Dostrajające operacje typu swap były także przeprowadzane na parze EUR/CHF [EBC 2010, s. 64]. We wczesnej fazie kryzysu EBC zareagował w podobny sposób jak FED, czyli zapewnił dostępność płynnych środków sektorowi bankowemu, zobowiązując się jednocześnie do ich ciągłego dostarczania w ramach rosnącego popytu.

EBC oddziałuje na stopy procentowe poprzez manipulowanie stopą referencyjną, inaczej nazywaną stopą repo, która wyznacza minimalną cenę pieniądza w dokonywanych przez bank centralny operacjach otwartego rynku. Jak pokazano na wykresie 6, EBC powstrzymał się od obniżania stóp procentowych w okresie niestabilności rynków finansowych w drugiej połowie 2007 roku, a w ciągu 12. kolejnych miesięcy stopa repo była utrzymywana w okolicach 4% ze względu na stosunkowo wysoką inflację. Ponadto w lipcu 2008 roku Europejski Bank Centralny podniósł stopy procentowe do poziomu 4,25% z powodu rosnącej inflacji. EBC zaczął obniżać stopy procentowe w październiku 2008 roku (wykres 6) w ramach skoordynowanej akcji kilku banków centralnych (obniżka o 50 punktów bazowych). Działanie to miało uzasadnienie w realizacji celu nadrzędnego, czyli stabilności cen, ponieważ oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych spadały. Pod koniec 2008 roku i na początku 2009 roku miało miejsce dalsze luzowanie polityki pieniężnej w efekcie czego, w ciągu siedmiu miesięcy, stopy procentowe zostały zredukowane o 325 punktów bazowych do poziomu 1%. Od stycznia 2009

Wykres 6. Stopy procentowe EBC i inflacja mierzona wskaźnikiem CPI latach 2000–2012



Źródło: Thomson Reuters Datastream.

roku stopa *overnight* spadła znacznie poniżej stopy repo i utrzymywała się na poziomie około 30. punktów bazowych. Przyczyną było zapewnienie sektorowi bankowemu przez EBC znacznej płynności, a banki pożyczały na „zapas”, by zabezpieczyć się na wypadek jeszcze trudniejszych warunków rynkowych [Gerlach i Lewis 2010, s. 11]. Zatem EBC, podobnie jak większość banków centralnych, zdecydował na duże obniżki stóp procentowych co spowodowało, że obok stabilności cen, celem jego polityki monetarnej stała się także stabilizacja rynków i zapobieganie przeniesieniu się kryzysu ze sfery finansowej na sferę realną.

W tym samym czasie, obok standardowych instrumentów polityki monetarnej, EBC wprowadził niekonwencjonalne rozwiązania mające na celu dokapitalizowanie sektora bankowego w strefie euro. Począwszy od października 2008 roku EBC wykorzystywał następujące instrumenty niestandardowe:

- ❑ operacje refinansujące ze stałym oprocentowaniem i pełnym przydziałem, które polegały na tym, że 10 uprawnionych instytucji ze strefy euro miało możliwość nieograniczonego finansowania się w banku centralnym po stopie repo. Transakcje te były zabezpieczane odpowiednimi aktywami finansowymi [Cour-Thimann i Winkler 2013, s. 11–12],
- ❑ długoterminowe operacje refinansujące LTRO (*Long – term Refinancing Operations*), których celem było zapewnienie niskoprocentowanych pożyczek dla banków, mogących dzięki nim zwiększyć akcję kredytową, bądź zainwestować pożyczone środki w aktywa o wyższej dochodowości⁸. We wrześniu 2008 wprowadzono 6-miesięczne LTRO, które przedłużono do 12 miesięcy w lipcu 2009 roku, a w grudniu 2011 zainicjowano 3-letnie operacje refinansujące z oprocentowaniem w wysokości 1% (przed wystąpieniem kryzysu maksymalny okres finansowania w ramach tego programu wynosił 3 miesiące). LTRO były organizowane przez EBC w formie aukcji kredytowych, wcześniej informując o ilości dostępnych środków i ustalając wysokość oprocentowania [Kuepper 2012],
- ❑ od listopada 2008 roku do końca 2009 roku rozszerzono listę dopuszczalnych zabezpieczeń w ramach wszystkich operacji refinansujących. Umożliwiło to bankom pozyskanie dodatkowych środków pod zastaw mniej płynnych aktywów finansowych. EBC rozszerzył tę listę o instrumenty dłużne denominowane w USD, GBP i JPY. Zmniejszono także wymogi ratingowe dla papierów wartościowych z „A” do „BBB” za wyjątkiem ABS-ów, które musiały być opatrzone ratingiem na poziomie A [Stopyra 2011, s. 45],

⁸ W 2012 r. kraje strefy euro mogły używać własnych obligacji jako zabezpieczenie w LTRO, co powodowało wzrost popytu i spadek rentowności, a ostatecznie pozwalało to obniżyć koszty zadłużenia.

- umowy swapowe zawarte w grudniu 2007 roku, mające za zadanie dostarczyć płynność w walutach obcych pod zastaw aktywów nominowanych w euro. EBC zawarł porozumienie walutowe m.in. z Rezerwą Federalną, by uniknąć niedoboru dolara amerykańskiego na rynku europejskim. W ramach amerykańskiego programu TAF dostarczano dodatkowej płynności w dolarze, uruchamiając operacje jednodniowe, tygodniowe 28 i 84-dniowe [Goldberg, Kennedy i Miu 2010, s. 15–16].

Przejawem bezpośredniej ingerencji rynkowej przez EBC jest program CBPP (*Covered Bonds Purchase Program*). W celu dostarczenia płynności wykupywano listy zastawne⁹ wyemitowane w strefie euro i nominowane w europejskiej walucie o łącznej wartości 60 miliardów euro. Program był realizowany między czerwcem 2010 r. a czerwcem 2011 r., a jego celem było ożywienie rynku listów zastawnych, z którego banki europejskie pozyskują znaczne ilości kapitału, przeznaczonego następnie na akcje kredytowe [Świerszczyńska i Zdanowicz 2010].

Kryzys w strefie euro nie był jedynie kryzysem pieniądza, lecz także kryzysem zadłużeniowym, który wynikał nie tylko z sytuacji ekonomicznej t.j. niskich stóp procentowych, czy inflacji, lecz głównie z decyzji politycznych. Kryzys zadłużeniowy rozpoczął się na początku 2010 roku, od przewidywań co do niewypłacalności Grecji, a obawy dotyczące problemów finansowych odnosiły się także do takich krajów jak Irlandia, Portugalia, Włochy i Hiszpania. Wzrost niepewności spowodował, że w maju 2010 roku, rynki pierwotne i wtórne, niektórych obligacji rządowych straciły płynność, co stanowiło poważny problem, ponieważ rynek obligacji odgrywa kluczową rolę w operacjach otwartego rynku i wpływa na koszt kapitału udostępnianego sektorowi prywatnemu, a także bankowemu. W odpowiedzi na problemy rynku obligacji, EBC ustanowił 10 maja 2010 roku *Securities Markets Program* (SMP). Polegał on na dokonywaniu interwencji na rynku instrumentów dłużnych emitowanych zarówno przez podmioty publiczne, jak i prywatne. Jednak ingerencja w zakresie obligacji rządowych mogła odbywać się wyłącznie na rynku wtórnym. W przeciwnym razie dochodziłoby do bezpośredniego finansowania długu publicznego przez bank centralny. Program SMP pomógł uniknąć nadmiernej utraty wartości obligacji, co uchroniło podmioty finansowe i niefinansowe przed dotkliwymi stratami kapitałowymi oraz tymczasowo ustabilizowało sytuację na rynku instrumentów dłużnych, ograniczając wzrost kosztów finansowania dla gospodarki [Cour-Thimann i Winkler 2013, s. 13–15].

Stosowanie niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej musiało zostać stopniowo ograniczane, ponieważ w nienaturalny sposób zakłócały

⁹ Papier wartościowy emitowany przez banki hipoteczne w oparciu o udzielone przez nie kredyty, które pełnią zarazem rolę zabezpieczenia (hipotecznego) dla inwestora. W przypadku niewypłacalności emitenta posiadacz papieru posiada możliwość bezpośredniego roszczenia wierzytelności z aktywa bazowego.

one mechanizm rynkowy, a w dłuższej perspektywie mogły mieć dla gospodarki więcej aspektów negatywnych niż pozytywnych. Już w marcu 2010 roku EBC przedstawił zarys *exit strategy*, jednak kryzys zadłużeniowy spowodował, że plan wyjścia z niestandardowej polityki monetarnej został odłożony w czasie. Strefa euro musi w pierwszej kolejności zmierzyć się z trwającym obecnie kryzysem zadłużeniowym i rozwiązać problemy sektora bankowego. *Exit strategy* dla EBC nie jest zadaniem łatwym, ponieważ w okresie kryzysu dostarczał on dwukrotnie większej płynności niż w normalnych warunkach dla 1100 europejskich banków, prowadził politykę pieniężną pod kątem zróżnicowanej stabilności finansowej krajów UE, a jej skutki są odczuwalne dla wszystkich państw strefy euro. Z powodu powyższych czynników należy oczekiwać, że strategia wyjścia dla EBC może okazać się mniej skuteczna niż w przypadku innych banków centralnych [Pyka 2012, s. 134–135].

Podsumowując, można stwierdzić, iż Europejski Bank Centralny dostarczył dostatecznie dużo płynności sektorowi bankowemu, co pozwoliło na ożywienie aktywności gospodarczej w strefie euro (wzrost dynamiki PKB w 2010 roku). EBC jednak nieskutecznie realizował podstawowy cel polityki pieniężnej jakim jest cel inflacyjny, który przyjmuje wartość nieco poniżej 2%. W początkowej fazie kryzysu EBC koncentrował się na realizacji celu podstawowego, co spowodowało, że Europejski Bank Centralny zareagował na kryzys z większym opóźnieniem niż np. FED. Obecny kryzys zadłużeniowy spowodował, że dynamika PKB spadła, bezrobocie permanentnie rośnie, a inflacja znajduje się powyżej celu inflacyjnego. Wszystkie powyższe fakty sprawiają, iż przywrócenie sytuacji gospodarczej sprzed kryzysu wymaga czasu i umiejętnego skoordynowania polityki fiskalnej i pieniężnej.

Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w latach 2007–2011

Polski sektor finansowy nie doświadczył negatywnych skutków kryzysu w takim stopniu jak miało to miejsce w USA, czy w strefie euro. Jednak ograniczenie zaufania i powstanie napięć na rynkach międzynarodowych spowodowało, że Narodowy Bank Polski (NBP) musiał podjąć działania, mające na celu stabilizację systemu finansowego, a w szczególności bankowego. Działania NBP można zatem podzielić na dwie kategorie [Skrzypek 2010, s. 14]:

- ❑ działania prewencyjne, łagodzące negatywne skutki kryzysu wynikające z destabilizacji międzynarodowych rynków finansowych,
- ❑ działania polegające na zapewnieniu płynności dla poszczególnych banków.

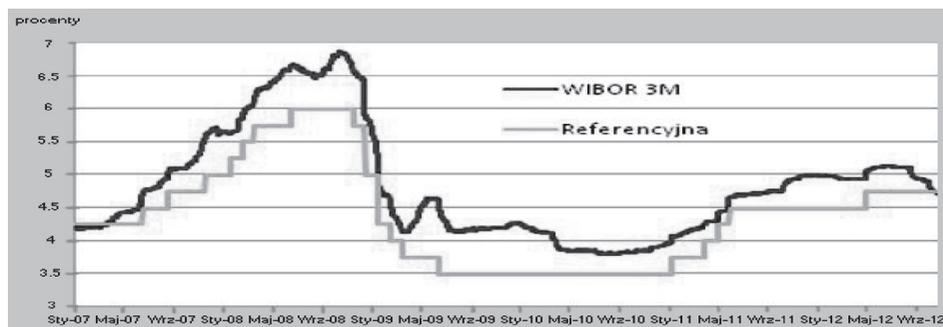
W celu ograniczenia ryzyka płynności w polskim sektorze bankowym, NBP wprowadził 13 października 2008 roku tzw. „Pakiet zaufania”, który zawierał zestaw instrumentów i działań, mających przyczynić się do stabilizacji sytuacji

na rynkach krajowych w okresie kryzysu finansowego. W ramach „Pakietu zaufania” NBP można wyróżnić następujące narzędzia antykryzysowe [Narodowy Bank Polski 2009, s. 15]:

- ❑ trzymiesięczne (później półroczne) operacje repo, które miały umożliwić bankom pozyskanie środków na dłuższy termin. Pierwsza operacja repo (17 października) posiadała 6-dniowy termin zapadalności, druga 14 dniowy, a dopiero trzecia 28-dniowy termin zapadalności. Już na początku ich wprowadzenia osiągnęły one wartość 12,1 miliarda złotych, a na koniec 2008 roku 15,3 miliarda złotych. NBP utrzymał także emisje siedmiodniowych bonów pieniężnych w celu absorpcji płynności,
- ❑ operacje typu swap od 13 października 2008 roku, umożliwiające bankom, pozyskanie płynności w walutach obcych (EUR, USD, CHF), których wartość w 2008 roku wyniosła 162 mln złotych. Wprowadzenie tego instrumentu wynikało m.in. z faktu, iż znaczny odsetek kredytów udzielonych przed 2008 r. był denominowany we franku szwajcarskim i w euro [Stopyra 2011, s. 51],
- ❑ rozszerzenie listy zabezpieczeń dla kredytu refinansowego o depozyty walutowe,
- ❑ rozszerzenie listy zabezpieczeń dla kredytu lombardowego oraz zmniejszenie ich wartości w stosunku do kwoty udzielonego kredytu.

W warunkach słabnącego popytu globalnego oraz malejącej inflacji, NBP luzował politykę pieniężną kilkakrotnie, obniżając stopy procentowe (wykres 7). Rada Polityki Pieniężnej sześciokrotnie podjęła decyzję dotyczącą redukcji stóp procentowych: w listopadzie 2008 roku (o 0,25 pkt. bazowych), w grudniu 2008 roku i w styczniu 2009 roku (o 0,75 pkt. bazowych), w lutym, marcu i czerwcu 2009 roku (o 0,25 pkt. bazowych). Jak przedstawiono na wykresie 9, stopy procentowe w omawianym okresie zostały zredukowane o 2,5 pkt. bazowego, osiągając historycznie niski poziom, który w przypadku np. stopy referencyjnej, wynosił 3,5% (przed kryzysem 6%). Obniżono rów-

Wykres 7. Stopa referencyjna NBP i stawka WIBOR 3M w latach 2007–2012



Źródło: Dane NBP.

niez stopę rezerw obowiązkowych z 3,5% do 3% (w czerwcu 2009 roku), dzięki czemu w lipcu wartość rezerw z tego tytułu zmalała o 3,3 miliarda złotych, czyli płynność sektora bankowego zwiększyła się [Narodowy Bank Polski 2010, s. 43].

W kolejnym 2009 roku, instrumentarium polityki monetarnej NBP było analogiczne do zestawu „nadzwyczajnego”, stosowanego w czwartym kwartale 2008 roku. Jednak „Pakiet zaufania” został zmodyfikowany, by jeszcze bardziej poprawić płynność polskiego sektora bankowego i zwiększyć podaż dostępnych środków. Rozszerzono m.in. listę dopuszczalnych zabezpieczeń w transakcjach repo o dłużne papiery wartościowe, nominowane w walutach obcych (chodzi o emitowane przez rząd RP papiery dłużne nominowane w euro) oraz inne niż skarbowe i emitowane przez NBP papiery dłużne, zdeponowane w KDWP, takie jak: obligacje komunalne, obligacje Europejskiego Banku Inwestycyjnego, obligacje Banku Gospodarstwa Krajowego wyemitowane na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego, listy zastawne. Od stycznia do kwietnia 2009 roku, NBP raz w tygodniu przeprowadzał operacje zasilające o 3-miesięcznym terminie zapadalności, natomiast od maja – 6-miesięcznym, przyjmując wszystkie oferty złożone przez banki, zapewniając tym samym podaż środków w wysokości adekwatnej do aktualnego zapotrzebowania banków. NBP wprowadził możliwość rolowania kredytów tzn. odnawiania zaciągniętych już kredytów bez konieczności zamiany zabezpieczenia [Narodowy Bank Polski 2010, s. 44]. Rozszerzono także listę uczestników operacji otwartego rynku i wykupiono przedterminowo 10-letnie obligacje NBP (22 stycznia 2009 r.). Wartość wykupionych obligacji opiewała na kwotę 7,8 miliarda złotych, co pozwoliło dodatkowo zasilic kapitałowo banki w warunkach niepewności na rynkach.

Ożywienie światowej koniunktury w 2010 roku przełożyło się na poprawę sytuacji gospodarczej również w Polsce. Mimo tego, Rada Polityki Pieniężnej utrzymywała stopy procentowe w niezmienionej postaci, dopiero od początku 2011 r. zdecydowała się na ich stopniowe podwyższanie. W 2010 roku przywrócono jedynie stopę rezerw obowiązkowych do poziomu sprzed kryzysu, czyli z 3 do 3,5% oraz ograniczano stosowanie instrumentów zaufania wprowadzonych w ramach „Pakietu zaufania” [Narodowy Bank Polski 2011, s. 14–15].

Działanie NBP w czasie kryzysu finansowego nie były tak radykalne jak w przypadku EBC, czy FED. Oprócz zastosowania standardowych instrumentów polityki pieniężnej jak obniżki stóp procentowych, NBP wprowadził także ich modyfikacje np. wydłużenie terminów zapadalności w operacjach otwartego rynku. Podsumowując, polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego koncentrowała się przede wszystkim na zasileniu w płynność krajowego sektora bankowego oraz wspierania jego akcji kredytowej (Pakiet na Rzecz Rozwoju Akcji Kredytowej w Polsce) [Świerczyńska i Zdanowicz 2010]. O skuteczności działań NBP świadczy stabilność systemu bankowego, który podczas kryzysu posiadał dostęp do finansowania (w tym finansowania zagranicznego).

Podsumowanie

Reasumując, można stwierdzić, iż wystąpienie kryzysu finansowego w 2007 roku pokazało, że standardowa polityka pieniężna może okazać się nieskuteczna w walce z destabilizacją rynków i recesją gospodarczą. Podstawowe narzędzia polityki monetarnej, jakimi są stopy procentowe, swoje ograniczenie posiadają w momencie osiągnięcia wartości zerowej, gdzie niemożliwe staje się ich dalsze obniżanie. Problem ten dotknął m.in. dwóch największych banków centralnych świata – FED i EBC.

W początkowej fazie kryzysu władze monetarne EBC, FED, jak i NBP stosowały standardowe instrumenty polityki pieniężnej, a następnie dokonywały ich modyfikacji. Ich celem było poprawienie płynności sektora finansowego i polegały one na ułatwieniu operacji z bankiem centralnym na skutek rozszerzania wachlarza zabezpieczeń w operacjach otwartego rynku, powiększania grona ich uczestników, czy wydłużaniu terminów zapadalności transakcji.

W USA i w strefie euro, gdzie skutki kryzysu były na tyle silne, że powyższe działania nie przynosiły pożądanych efektów, banki centralne wprowadziły instrumenty niekonwencjonalne, ingerujące bezpośrednio w mechanizm rynkowy, jak np. zakup obligacji rządowych lub papierów komercyjnych przedsiębiorstw.

Bibliografia

- ANDERSON R., 2009, *The Success of CPFF?*, Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses, no. 18 <http://www.research.stlouisfed.org>, dostęp: 03-05-2013.
- BAILY N., LITAN R., JOHNSON R., 2008, *The Origins of the Financial Crisis*, Fixing Finance Series, Paper 3.
- BERNANKE B., 2009, *The Crisis and the Policy Response*, Remarks at the Stamp Lecture, London School of Economics, January 13.
- BŁASZCZYK P., 2011a, *Współczesne zagrożenia deflacyjne – istota, metodyka pomiaru i szacunki dla Polski*, w: GRZELAK A., PAJĄK K. (red.), *Nowe trendy w metodologii nauk ekonomicznych i możliwości ich wykorzystania w procesie kształcenia akademickiego. T. 2: Problemy szczegółowe metodologii nauk ekonomicznych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- BŁASZCZYK P., 2011b, *Zagrożenia deflacyjne w sytuacji kryzysu gospodarczego*, w: PRUSEK A. (red.), *Wyzwania polityki ekonomicznej w warunkach światowego kryzysu finansowego i gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- COUR-THIMANN P., WINKLER B., 2013, *The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures, the role of institutional factors and financial structure*, ECB Working Paper, No. 1528, ECB, Frankfurt, <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1528.pdf>, dostęp: 03.06.2013.

- DURDEN T., 2011, *Fed To Proceed With Reverse Repos Every Two Months*, Zero Hedge, <http://www.zerohedge.com/news/fed-proceed-reverse-repos-every-two-months> [dostęp: 03.06.2013].
- DUYGAN-BUMP B. i in., 2010, *How Effective Were the Federal Reserve Emergency Liquidity Facilities? Evidence from the Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*, Federal Reserve Bank of Boston Working Papers, no. QAU10-3, <http://www.bostonfed.org/bankinfo/qau/wp/2010/qau1003.pdf>, dostęp: 03.05.2013.
- ECON D., 2008, *When the Fed announces a new discount rate decision, who makes the decision? Do they use the same information and research that are used by the Federal Open Market Committee to set the target for the federal funds rate?*, Federal Reserve Bank of San Francisco, <http://www.frbsf.org/education/activities/drecon/2008/0808.html>, dostęp: 02.05.2013.
- European Central Bank, 2010, *Monthly Bulletin October*, no. 10/2010, <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201010en.pdf>, dostęp: 04.06.2013.
- Federal Reserve Bank of New York, 2009, *Domestic Open Market Operations during 2008*, Markets Group of the Federal Reserve Bank of New York <http://www.newyorkfed.org/markets/omo/omo2008.pdf>, dostęp: 02.06.2013.
- Federal Reserve Bank of New York, 2010, *Domestic Open Market Operations during 2009*, Markets Group of the Federal Reserve Bank of New York <http://www.newyorkfed.org/markets/omo/omo2009.pdf>, dostęp: 02.06.2013.
- Federal Reserve Bank of New York, 2011, *Domestic Open Market Operations during 2010*, Markets Group of the Federal Reserve Bank of New York <http://www.newyorkfed.org/markets/omo/omo2010.pdf>, dostęp: 02.06.2013.
- Federal Reserve Bank of New York, 2012, *Domestic Open Market Operations during 2011*, Markets Group of the Federal Reserve Bank of New York <http://www.newyorkfed.org/markets/omo/omo2011.pdf>, dostęp: 02.06.2013.
- FLEMING J., HRUNG W., KEANE F., 2009, *The Term Securities Lending Facility: Origin, Design, and Effects*, Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance, Vol. 15, No. 2, February.
- FLEMING J., KLAGGE N., 2011, *Income Effects of Federal Reserve Liquidity Facilities*, Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance, Vol. 17, No. 1.
- GERLACH S., LEWIS J., 2010, *The Zero Lower Bound, ECB Interest Rate Policy and Financial Crisis*, CEPR Discussion Paper, No. DP7933, <http://ssrn.com/abstract=1647508> [dostęp: 03.06.2013].
- GOLDBERG, L. S., C. KENNEDY, J. MIU, 2010, *Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report no. 429.
- HOŁUBOWICZ Ł., 2011, *Monetarne i prawne przyczyny światowego kryzysu finansowego w latach 2007–2009*, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Bochni, nr 9, s. 101–119.
- KUEPPER J., 2012, *What is a LTRO – Long-term Refinancing Operation A Look at Europe's LTRO and What It's Used For*, About.com International investing, <http://internationalinvest.about.com/od/glossary/a/What-Is-Ltro-Long-Term-Refinancing-Operations.htm>, dostęp: 04.06.2013.

- LABONTE M., 2013, *Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions*, Congressional Research Service, CRS Report for Congress.
- MAREK S., WIECZOREK-SZYMAŃSKA A., 2011, *Przyczyny i przewidywane skutki kryzysu finansowego XXI wieku*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, nr 21, s. 225–236.
- MCANDREWS J., SARKAR A., WANG Z., 2008, *The Effect of the Term Auction Facility on the London Inter-Bank Offered Rate*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, no. 335.
- Narodowy Bank Polski, 2009, *Raport roczny 2008*, NBP, Warszawa.
- Narodowy Bank Polski, 2010, *Raport roczny 2009*, NBP, Warszawa.
- Narodowy Bank Polski, 2011, *Raport roczny 2010*, NBP, Warszawa.
- Nieborak T., 2010, *Globalny kryzys finansowy – istota, przyczyny, konsekwencje*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, zeszyt 4, s. 95–106.
- PYKA I., 2012, *Konsekwencje polityki monetarnej EBC na rynkach finansowych z perspektywy „exit strategy”*, w: GÓRSKI J., OPOLSKI K. (red.), *Perspektywy integracji ekonomicznej i walutowej w gospodarce światowej. Dokąd zmierza strefa euro?*, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa.
- SKRZYPEK S., 2010, *Banki centralne wobec kryzysu światowego*, w: OSIŃSKI J. (red.), *Banki centralne wobec kryzysu ekonomicznego*, SGH, Warszawa, s. 11–21.
- STOPYRA J., 2011, *Działania banków centralnych w erze turbulencji finansowych*, Rocznik Żyrardowski, Wyższa Szkoła Rozwoju Lokalnego w Żyrardowie, s. 41–52.
- ŚWIERCZYŃSKA M., ZDANOWICZ B., 2010, *Antykryzysowe działania wybranych banków centralnych w latach 2007–2010*, referat wygłoszony na seminarium NBP 4 maja 2010 r., <http://pl.scribd.com/doc/30891587/Antykryzysowe-dzia%C5%82ania-wybranych-bankow-centralnych-w-latach-2007-2010>, dostęp: 04.06.2013.
- TYMOCZKO D., 2010, *Reakcja wybranych banków (FED i EBC) na kryzys*, w: OSIŃSKI J. (red.), *Banki centralne wobec kryzysu ekonomicznego*, SGH, Warszawa, s. 111–139.

Streszczenie

Celem artykułu jest ukazanie działań władz monetarnych w świetle ostatniego kryzysu finansowego. Globalna destabilizacja rynków i recesja gospodarcza, zapoczątkowane upadkiem banku Lehman Brothers sprawiły, iż standardowa polityka pieniężna okazała się nieskuteczna w walce z kryzysem. Artykuł pokazuje, w jaki sposób dwa największe banki centralne świata, czyli FED i EBC, za pomocą modyfikowania istniejącego instrumentarium polityki pieniężnej oraz wprowadzania całkiem nowych narzędzi próbowały przywrócić płynność na rynkach finansowych, po tym jak standardowe instrumenty polityki monetarnej okazały się niewystarczające i nieskuteczne. Dla kontrastu ukazano też działania NBP, które miały przede wszystkim aspekt prewencyjny.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, kryzys finansowy, bank centralny

Anti-crisis monetary policy on the example of selected central banks in 2007–2011

Summary

The purpose of this article was to present the actions of the monetary authorities in the light of the recent financial crisis. Destabilization of global markets and the economic recession that began with the collapse of Lehman Brothers meant that the standard monetary policy emerged ineffective in combating the crisis. The article shows how two major central banks of the world that is, the FED and the ECB, through modifying the existing instruments of monetary policy and the introduction of completely new tools tried to restore liquidity in the financial markets, after the standard monetary policy instruments have been insufficient and ineffective. In contrast, activities of the NBP also shown, which were primarily preventive aspect.

Key words: monetary policy, financial crisis, central bank.

Антикризисная денежная политика на примере некоторых центральных банков в 2007–2011 годах

Краткое изложение

Целью статьи является показание действий монетарных властей в свете последнего финансового кризиса. Валовая дестабилизация рынков и экономическая рецессия, которая началась с упадка банка «Lehman Brothers» (Лехман Бразерс) послужила тому, что стандартная денежная политика оказалась недейственной в борьбе с кризисом. Статья показывает, каким образом два самые большие центральные банка мира, т.е. FED и EBC, с помощью модифицирования существующих инструментов денежной политики, а также введения абсолютно новых инструментов, пробовали восстановить состояние финансовой ликвидности на финансовых рынках, после того как стандартные инструменты монетарной политики оказались недостаточными и недейственными. Для контраста были представлены также действия НБП, которые носили, прежде всего, предварительный характер.

Ключевые слова: денежная политика, финансовый кризис, центральный банк.

JEL: E31